《金融时报》知名专栏作家、2008年英国年度商业新闻记者吉莲·邰蒂备受关注之作

疯狂的金钱

摩根的疯狂梦想与金融衍生品的前世今生

[英] 吉莲·邰蒂◎著　张艳云◎译

一本曾预测了2008年金融危机的图书

揭开让华尔街大佬们愤恨不已的衍生品内幕



FOOL'S GOLD

HOW THE BOLD DREAM OF
A SMALL TRIBE AT J.P. MORGAN WAS CORRUPTED BY
WALL STREET GREED AND UNLEASHED
A CATASTROPHE



中信出版社·CHINA CITIC PRESS

版权信息

书名:疯狂的金钱——摩根的疯狂梦想与金融衍生品的前世今生

作者:[英]吉莲・邰蒂

译者:张艳云

ISBN:9787508623351

中信出版集团制作发行

前言

银行家都疯了吗？是他们用心邪恶，还是他们变态般的贪心不足？诚然，历史上的盛衰周期轮番出现，市场崩溃伴随着货币的发明到来。但是，这次危机的规模太过巨大，经济学家估计损失总额会高达2万亿到4万亿美元。更令人吃惊的是，这次灾难是由经济自身引发的，不是因为战争，不是因为大规模衰退，更不是因为任何外部的经济震荡，这与以往的历次危机都有所不同。在许多观察家看来，这次是金融系统自身崩溃了，而这仿佛晴天霹雳。当消费者、政治家、权威专家，乃至最有发言权的金融家都在深入思考时，萦绕不去的问题必定是“为什么”。为什么银行、监管机构和评级机构共同推出并经营了一个自我毁灭的系统？是他们根本就没有发现这个系统的缺陷，还是他们疏忽大意所致？

本书开篇讲述原J·P·摩根公司——银行业的百年标志性支柱的银行家们组成的小小集体的故事，由此探索引发此次金融灾难的核心问题的根源。20世纪90年代，他们推出了创新系列产品，如“信用违约互换”（CDS）和后来出现的“合成担保债务凭证”（Synthetic CDO），这些产品作为信用衍生产品出现。摩根团队的创新理念在全球经济环境中历经融合转变，在抵押融资市场与创新产品碰撞冲突。后来，这些产品在严重的信用泡沫及随后可怕的泡沫破灭中扮演了“重要角色”。J·P·摩根团队不是信用衍生产品的真正发明者，但是，他们努力完善金融产品的做法却被银行业广泛看做极具风险之举，这一事实让我们对危机有了一种独到的深刻见解。本书还要讲述的鲜为人知的故事是J·P·摩根（以及后来的摩根大通集团）的银行家在看到他们的创意遭到市场疯狂破坏的情况下，没有去做什么。

大规模的信贷繁荣到信贷损失事件，并非可以简单归罪于少数贪婪或邪恶之人，而是银行、投资基金和评级机构的不良动机、扭曲的监管结构，乃至疏于监管引发的整个金融系统误入歧途所致。通过观察人类的弱点、经济或财务方面的分析来解读这次金融灾难才是最正确的。尽管许多贪婪的银行家——或许还有少数疯狂抑或邪恶之人——在其中扮演了重要角色，但此次金融危机的悲剧却是很多陷入疯狂的人本身并没有不良动机。

相反，更为尖刻的讽刺是，本书的主角——J·P·摩根团队起初推出金融衍生产品的理念是期待金融衍生产品给金融系统（当然，还有他们的银行和他们个人的奖金红利）带来积极良好的影响。即便如今，危机全面爆发之后，信贷繁荣时期推出的一些工具和创新产品依然被视为对21世纪经济颇有价值的工具和产品。尽管深入理解这些工具和产品如何被滥用、为何被滥用至关重要，但是为了理解其价值所在，我以故事的形式展开本书，努力深入探讨那些重要问题的答案。

第1部分
创新

第一章
金融衍生产品之梦

距离洁净无瑕的隐秘海滩半英里处，在佛罗里达神秘的黄金海岸坐落着淡粉色的博卡拉顿酒店。酒店的设计彰显着奢华的地中海风格，是棕榈滩建筑师阿迪森・米兹纳的杰作。自1926年开业以来，博卡拉顿酒店一直是唯我独尊的业界典范，意式雕塑、修剪整齐的棕榈树、可停放32艘快艇的惹眼小船坞、专业级别的网球俱乐部、一流的温泉、派头十足的高尔夫球场和漂亮的隐秘海滩，无不彰显着酒店的独特风格。许多知名人物和富豪聚集于这块“豪华隐秘之所”，远离媒体的镜头尽情放松。

就在1994年6月的一个夏日周末，酒店迎来了一群不同寻常的客人，他们都是J・P・摩根的年轻银行家，分别来自纽约、伦敦和东京。他们是来此开会的，议题是商讨银行在下一年度如何发展金融衍生产品。在湿润的夏日热浪的席卷之下，他们徜徉在棕榈树的阴凉下，漫步在迷人的海湾，认真讨论着一种新型的金融衍生产品，它将在更大范围内转变21世纪的经济，在大萧条之后的严重金融危机中扮演重要角色。“就是在博卡拉顿酒店，我们开始认真谈论信用衍生产品，”这次与会的英籍领导彼得・汉考克这样回忆，“正是在那里，衍生产品的观点真正形成，我们当时确实期待其发挥重大作用。”

如同大多数知识领域的突破一样，信用衍生产品这一概念的准确起源很难确定。对于非常理智、喜欢把历史比做思想巨大演变过程的汉考克本人来讲，突破性的一步就是在博卡拉顿会议期间迈出的。然而，与会的其他人员却只是模糊记得那是一个喝得烂醉的周末，年轻

的银行家们满怀着愉快的心情和高人一等的优越感抵达佛罗里达，决定来一次彻底的疯狂聚会。

他们在“掉期交易”部门工作——“掉期交易”是一种特殊的金融衍生产品，是金融业炙手可热、快速发展的产品。早在20世纪80年代初，J·P·摩根就与其他几家信誉良好的银行一道进入新兴的衍生产品领域，从此这一神秘的业务就开始蓬勃发展。到1994年，J·P·摩根账务上的衍生金融合约的理论总值估计高达1.7万亿美元，金融衍生产品交易占到银行交易收入的一半。1992年，金融衍生产品交易总额达5.12亿美元。

比这些数字更让人吃惊的是，大部分银行业乃至投资领域的人们完全不知道金融衍生产品是如何产生如此非凡收益的，对所谓的掉期交易团队到底是做什么的更是一无所知。而从事掉期交易的人们恰恰愿意陶醉于这份神秘之中。

博卡拉顿会议召开之时，大部分J·P·摩根的员工还不到30岁，一些人刚刚大学毕业，但是他们都坚定地认为自己掌控着转变金融界和J·P·摩根利润模式的秘籍，表现得狂傲而不可一世。许多人骄纵地认为，那个周末去博卡拉顿是参加银行管理层慷慨安排的“答谢招待”活动。

星期五下午，他们夸张而兴奋地互相问候了一番，随后一起去了酒吧。一些人从纽约飞来，少数几位从东京飞来，大部分人从伦敦飞来。眨眼间，酒吧里的饮酒游戏就开始了。夜幕降临，一些人叫来迷你旅游车去了当地夜总会，还有人开着高尔夫球车在草坪上追逐。一大群人聚集在博卡拉顿酒店的游泳池畔，打闹着要把彼此推到水中。

在游泳池畔的狂欢愈演愈烈时，彼得·沃克非常认真地努力让大家平静下来。他是全球市场部的头儿，一位衣冠楚楚的德国人，尽管不到50岁，却是在场的各位中最年长的领导。沃克同意外出召开会议

是希望增进同事间的友谊。“健康的团队精神非常重要！”他说话总是带着低沉的日耳曼口音。但是，现在同事间完全陷入了疯狂，没有人在意沃克委婉的责备，几个人一起把他推入水中。价格不菲的乐福鞋从脚上飞出去后，他生气地大声叫着：“我的鞋、鞋！”

接着狂闹的人群转向比尔·温特斯——一位好交际的美国人，只有31岁，却是沃克之外最年长的领导了。他一副心不在焉的样子，想努力避开闹哄哄的人群。就在他低头跳入水中的时候，却迎面撞上了别人飞速挥来的胳膊肘，鲜血喷涌而出。“你撞坏我的鼻子了！”温特斯大叫着落入水中。顷刻间，笑声戛然而止。沃克显然是生气了，现在温特斯受伤了。可是，温特斯却大笑一声，钻出游泳池，咔嚓一声将他的鼻子恢复原位。疯狂的游戏继续进行着。

在一些银行，开老板的玩笑一直是一种惹火烧身的冒犯，但是J·P·摩根却不无自豪地将此视为一种团结友爱，乃至友好文化氛围的展示。在外界看来，J·P·摩根的员工个个都是傲气十足的优秀人才，他们都过度地迷恋着这家银行作为美国和英国金融业主导力量的辉煌历史；而身处其中的人经常把它比做一个大家庭。金融衍生产品团队是最没有规矩而又最为组织严密的部门。“我们确实非常开心——那时候整个团队有一种强大的精神力量。”温特斯后来回忆时脸上都露着神往的笑容。他和一起度过那个周末的其他同事回顾那些疯狂的日子时，许多人都说那是他们生命中最快乐的时光。

其中的一个原因就是这个团队的领导彼得·汉考克，尽管只有35岁，只比团队中的多数人略微年长一些，但他却是大家的智慧教父。他身材魁梧、头发稀疏、双手粗大而多毛，看上去更像一位和蔼可亲的家庭医生或大学教授。与许多想要支配复杂的金融界的人不同，汉考克没有数理方面的高级学位。与大多数J·P·摩根的员工一样，他大学本科毕业后直接进入银行，尽管没有博士学位，但是他对各种金融方面的理论和实践都有着超人的理解，而且工作非常专注。他几乎

把身边的一切都看做复杂的智力拼图游戏，而且特别喜欢研究如何更加有效地利用资金方面的复杂理论。在处理员工事务方面，他着魔般反复思考的就是如何建立一支绩效优化的团队。然而，他最钟情的还是用头脑风暴法想点子。

有时候，他会在正式会议中掀起头脑风暴，比如在博卡拉顿会议中，但他在银行的交易大厅走过时也会不时激发出各种点子。大家把他这种创意的迸发叫做“登上冥王星”的时刻，因为他抛出的许多点子似乎更适合科幻小说而不是金融业。但是，大家都喜欢他的这种头脑风暴，而且满怀热情地忠实于他，大家知道他会非常用心地保护团队中的每一个人，也会给予他们丰厚的回报。大家也被勇做先锋的精神紧密团结在一起。

J·P·摩根金融衍生产品团队仿佛是在进行金融界的太空旅行。计算机技术和高精度数学促使金融业远离了传统的束缚，这个充满智慧的小小团队正在拓展网络金融的外围空间。正如科学家破解DNA代码或分裂原子一样，J·P·摩根的掉期交易团队相信他们在银行家所谓“创新”领域开展的实验——推出旨在创收的、大胆而新颖的金融创新理念——是在解决困扰行业的根本谜团。“当时大家都认为我们发现了真正值得信赖的神奇技术，而且希望渗透到市场的各个领域，”温特斯后来回忆说，“当时我们有一种使命感。”

这种情形部分源自汉考克在员工管理方面的热情专注。如同对金融流量的着迷一样，他也着迷于如何管理员工、实现绩效优化。

从被任命为金融衍生产品团队领导的那一刻起，汉考克就开始和员工共同探讨。他的首要责任之一是全面了解销售团队和交易人员之间的沟通状况。他决定一反常规，授权销售团队进行复杂交易的报价，不再依靠交易人员，而且期待这样做可以大力促进销售，产生良好效果。接着，他开始倡导新的薪酬系统，目的是限制过度冒险，同样也不希望因过度规避风险而错过优质的项目。他希望鼓励合作，着

眼长远，不以个人利益为目的追求短期利益。与华尔街的大部分其他银行相比，J·P·摩根的团队精神已经牢固确立，但是汉考克还是强烈地认为J·P·摩根需要进一步强化团队精神。

随后几年中，汉考克把他的探索工作推进到了极致。他请来社会人类学家研究银行的活力；在公司范围内进行投票，确认哪些员工与其他部门员工进行的沟通最为有效，而且将此作为评估员工薪酬的标杆数据，并且还通过复杂的颜色编码的计算机模型对此进行分析。他坚信部门之间需要密切沟通，以交换意见和互相监督风险。在他看来，壁垒管理或部门分立危害极大。有一段时间，他居然半开玩笑地提议跟踪员工的往来电子邮件，以科学方式评估各部门之间的沟通水平。这个提议遭到了反对。“人力资源部认为我是疯了！”他后来回忆道，“但是，要想营造创新的环境，员工必须可以自由沟通。员工之间互相争斗是不会实现创新的！”

汉考克最大胆的一次尝试集中在掉期交易团队的核心集体中进行，叫做投资者衍生产品营销。该团队的银行家们围坐在一张长方形的桌子旁边，那是一间位于J·P·摩根总部三层的低矮办公室，大家在团队的责任问题上有些反常。尽管面向客户进行过一些产品的营销，但这个集体更像一些没有明确部门归属的观点的孵化者，他们处理杂乱无章的产品，包括与保险和减税产品相关的结构性金融计划。

就在博卡拉顿会议前几个月，汉考克找到比尔·德姆查克要求他经营IDM，比尔·德姆查克是一位在业内有着良好声誉的雄心勃勃的年轻银行家。汉考克已决心推动创新工作，他对比尔说：“你必须做到的是，保证你每年的收入至少有一半是来自之前根本不存在的产品产生的收益！”按照华尔街的标准，这确实是非常特别的工作要求。通常情况下，一旦拥有高明的赚钱点子，大家都会宣称独家所有，全力勒索榨取。然而，汉考克希望IDM一开发出新产品就径直推出，以便持续进行创新。

德姆查克愉快地接受了这项苛刻的工作要求。他喜欢面对挑战，在许多方面都表现出他就是汉考克的创新野心得以实现的正确人选。他没有显赫的背景——生长于匹兹堡的一个中产阶级家庭，在宾夕法尼亚阿勒格尼学院学习商务——但他从不忘本。20世纪80年代中期，他在密歇根大学获得MBA学位后进入J·P·摩根。通常情况下他都比较友善，但如果他认为有人妨碍了他或者这个人太笨了，他就会发怒。他工作努力但也喜欢聚会。“如果你看到他，不会觉得他是在华尔街工作的人！”匹兹堡的一位大学好友这样评价他。

德姆查克的思维深邃犀利，分析问题的速度很快。他善于横向思维，可以综合吸收银行业其他领域的各种观点。他还是一位天生的领导者，为员工灌输绝对忠诚的理念。同事们经常这样开玩笑：如果没有注重实际的德姆查克，汉考克“可能还在冥王星逗留呢”。他是执行老板计划的最佳人选。

汉考克在伦敦办公室聘用了另一位野心勃勃、工作卖力的银行家——在那次狂欢聚会中撞坏鼻子的比尔·温特斯。与来自常春藤盟校的许多银行界精英相比，他的背景也显得甚是卑微。他毕业于纽约州科尔盖特大学，20世纪80年代中期进入银行。他长得英俊帅气，但他喜欢远离别人的关注。不像德姆查克那样在面对阻碍的时候大发雷霆，温特斯会表现得更加灵活，往往是反复思考问题，运用一些技巧得到自己想要的结果。他工作起来非常努力。

汉考克在20世纪80年代末第一次注意到温特斯，当时他在商品衍生产品部门工作。“我们派他到墨西哥，不知道他怎么做的——我至今都不知道——他居然说服政府对石油产品的一半进行套期保值，使我们的利率风险也得以减半，”汉考克回忆道，“没有夸张，他确实做到了。那就是他的风格。”汉考克任命他管理欧洲的金融衍生产品团队，期待同事们所称的“两位比尔”可以合作愉快，在大西洋两岸反复交流创新理念。

现在，掉期交易团队要探索的重点是把被称做金融衍生产品的全新金融产品推向新的舞台。

银行家在谈论金融衍生产品的时候，都喜欢用晦涩难懂的行家术语。这样就能让金融衍生产品变得模糊不清，正好为银行家的利益服务。模糊不清可以减少很多仔细检查的工作，只有少数能够揭开面纱看明白的人才有能力进行监督。然而，尽管金融衍生产品确实变得晦涩难懂，但事实上，衍生产品早在金融概念本身诞生之时就存在。

正如其名称所示，金融衍生产品最基本的概念无非是通过一些其他资产，如债券、股票或一定量的黄金等带来价值的合约。金融衍生产品的重点是买卖双方都对资产的未来价值作出各自的预期。金融衍生产品要么是保护投资者的工具——例如，防范未来可能的价格下跌——要么是对价格上扬可能带来的巨大回报投入的高额赌注。其核心是与时光共舞。

例如，某一天，英镑对美元的汇率是1英镑兑换1.5美元。某人计划在6个月之内安排一次从英格兰到美国的行程，如果他认为汇率不会更高，就可能决定通过合约确保自己可以在成行之前按照当前汇率买入美元。他可能与银行签订合同，在6个月内以1英镑兑换1.5美元的汇率兑换1 000英镑——无论6个月以后的实际汇率如何变化。安排这笔交易的一种方式是同意必须完成交易，不管到时候的实际汇率高低，因为那都是未来之事了！另一种方式是游客同意支付一定金额，比如25美元，可以选择是否以1英镑兑1.5美元的汇率兑换，如果实际汇率走高，可以不按照这一约定汇率兑换。

信用衍生产品的各种交易方式的存在已有几个世纪的历史。期货合约和期权合约的雏形出现在公元前1750年的美索不达米亚的泥板文书中。在12、13世纪，英国的修道院就与外国商人进行期货交易，提前长达20年的时间销售羊毛；众所周知，在17世纪的荷兰，郁金香价

格大幅上涨，商人们疯狂买卖郁金香期货，结果引发泡沫，导致了大规模破产的悲剧。

1849年，芝加哥交易所的成立是现代衍生产品交易的开始，该交易所进行农产品的期货和期权买卖。种植小麦的农民可以在收获前以小麦预期价格购买期货，以期避开丰收带来的价格下跌导致的损失。投机者则承担农民所担忧的损失风险，期待大笔收益，然而结果往往非常糟糕。

20世纪70年代末，金融市场的技术突破和大幅波动促成了金融衍生产品创新的繁荣时代。由此，金融衍生产品从商品领域扩展到金融领域。曾经维持全球市场相对稳定的信贷管制和外汇管制系统——“二战”后签署的《布雷顿森林协议》瓦解，一直以美元为中心的国际货币开始自由浮动。由此引起汇率前所未有的浮动，石油价格受到冲击，随后美国出现经济衰退和通货膨胀的恶性混合，通货膨胀率在1981年竟高达10.35%。受到惊吓的投资者纷纷想办法保护自己不受高利率的破坏性影响——1981年6月，美国的最低银行利率高达20%——投资者还要避开汇率强烈波动的影响。

从历史上看，能够在大幅波动时期不受影响的最佳方式就是买入各种资产。例如，如果在美国和德国都有业务的某公司担心美元对德国马克的汇率波动，可以通过持有等量的两种货币规避风险。这样一来，无论汇率如何波动，损失都可以得到等量的收益补偿。但是，避开波动的创新方式是购买金融衍生产品，保证客户在未来以指定汇率购买货币。于是，利率期货和期权崭露头角，允许投资者和银行家投机未来的汇率水平。

之后不久出现的、金融衍生产品交易的又一热门便是掉期交易，该产品是极具创新性的彼得·汉考克的团队研究的。在掉期交易中，投资银行在金融市场上寻找具有互补需求的双方，安排双方进行彼此互惠的交易，为银行赚取大笔资金。

举例来讲，如果两位客户各有50万美元为期10年的抵押贷款，但一位是浮动利率贷款，而另一位是固定利率8%的贷款。如果固定利率的客户认为利率还会下降，而另一位客户认为利率可能会上升，那么双方不必重新整合贷款，而是可以达成这样的一致：在抵押贷款还款期间，每个季度都交换还款。实际抵押贷款不进行变更，依然记录在原始银行的账簿中，这样的交易银行家叫做“合成金融工具”。

所罗门兄弟公司是开发衍生产品掉期交易的首批银行之一，曾在1981年安排IBM和世界银行进行了第一笔掉期交易。1979年，耶鲁大学博士戴维·斯文森刚刚开始在所罗门兄弟公司交易部门工作的时候，发现IBM需要筹集大笔美元现金，而且IBM因使用瑞士法郎和德国马克销售债券筹集资金而持有大量多余的瑞士法郎和德国马克。通常情况下，IBM必须到货币市场购买美元。然而，斯文森认识到，如果可以找到发行美元债券的公司与IBM的法郎和马克债券对应，IBM或许可以用法郎和马克交换一些美元，而不必实际进行买卖。

世界银行可能正是这样的公司，因为世界银行总是需要不同币种的现金。正如两位客户达成合约交换抵押贷款还款一样，IBM和世界银行也是交换债券收入和对债券持有人的责任，不进行任何实质的债券交换。1981年，经过两年交易详情的谈判，所罗门兄弟公司宣布完成了IBM和世界银行间的全球第一笔货币掉期交易，为期10年价值2.1亿美元的一笔交易。

这种新型交易很快就在华尔街和伦敦流行起来，疯狂地转变为一种仿佛让银行家拥有神赐力量的复杂交易。通过金融衍生产品，银行家可以将已有资产与合约分离，以全新的方式整合资产，赚取大笔资金。

当然，进行这些交易还是要依赖银行家找到合作的双方，认为可以双双获利。在合成金融市场，和“真正”的市场一样，只有对应的买卖双方才能实现交易。但是，考虑到金融业的不断全球化、全球金

融市场中具有互补需求的参与者数量以及对未来市场情况的不同预期，银行家确实拥有大量的选择。有的需要德国马克，有的需要美元；有的希望得到预期利率上涨的保护，有的则认为利率会下降。

参与者对未来资产的价格下赌注的动机各不相同。一些投资者喜欢金融衍生产品是因为他们希望控制风险，比如种植小麦的农民是希望稳定取得收益价格，其他投资者使用金融衍生产品进行高风险赌注是希望获取横财。金融衍生产品的关键在于可以兼顾这两方面：帮助投资者降低风险或生成更大风险。一切都取决于如何使用衍生工具、投资者的动机和参与交易者的能力。



到1994年6月，J·P·摩根的掉期交易团队在博卡拉顿酒店聚会之时，全球金融衍生产品的利息和货币总额约达12万亿美元，超过美国经济总量。“市场增长的速度让所有人咋舌，确实非常可观。”彼得·汉考克这样回忆，他是金融衍生产品繁荣时期的重要参与者。

在许多方面，汉考克的事业都促使他成为最适合非凡创新风暴核心人物的角色。他1958年出生于一个生活在香港的中上层英国家庭。与许多相同背景的同龄孩子一样，他被父母送到英国寄宿学校读书。在那里，他在橄榄球运动方面非常出色，确定了自己的理想是成为一名伟大的发明家，并花很长时间埋头阅读科学读物，期望毕业后能进入牛津大学学习物理。但是，在一次橄榄球比赛中严重受伤后，他的计划完全改变了。汉考克卧床恢复了一段时间，不能去物理实验室，他就转而学习哲学、政治和经济，这些方面的知识可以卧床学习。毕业时，他对银行和自由市场的理论充满好奇。“我决定把发明家的理想先搁置一边。”他回忆说。他决心选择薪资优于科研工作的职业，这在当时英国的毕业生中间是非常普遍的选择。伦敦和华尔街的诱惑力日渐显现。

毕业时，他申请了几家跨国公司，希望拥有一份可以在全球飞来飞去的工作。但是在得到摩根担保信托公司（Morgan Guaranty Trust Company，或者叫“摩根银行”，后来重组命名为J·P·摩根）伦敦分公司提供的一个职位时，他很快就接受了。那是当时英国大学的毕业生非常难得的机会。在伦敦，英国的银行占主导地位，尽管美国的银行在20世纪70年代不断出现在伦敦，但这些华尔街的机构还是偏爱美国大学的毕业生。

但是，J·P·摩根始终具有跨国文化认同的特色。作为华尔街知名的大型公司之一，该公司起源于伦敦，1864年美国银行家朱尼厄斯·斯潘塞·摩根负责掌管英国金融服务公司乔治·皮博迪公司，将其更名为J·S·摩根公司。他的儿子J·皮尔庞特·摩根在银行工作几年后被分配到纽约工作，皮尔庞特与富有的德雷克塞尔家族合作成立了德雷克塞尔－摩根公司，安东尼·德雷克塞尔去世后，公司更名为J·P·摩根。美国银行迅速强大起来，J·皮尔庞特·摩根亲自安排了许多大型交易，大胆地并购了许多他买来组建美国钢铁（U.S. Steel）的钢铁公司，在铁路、运输、煤炭和其他重要领域的大型公司进行融资。19世纪末，摩根集团业绩显赫，在金融市场中与美国政府平起平坐。

1893年经济危机席卷华尔街，J·皮尔庞特·摩根本人亲自精心策划了集团放款，向美国财政部提供价值650亿美元的黄金，而且做到了切实保证财政部的偿还能力。在1907年的恐慌中，纽约证券交易所股指大跌一半，摩根拿出自己的大笔资产，并号召其他一流的银行家共同出资，挽救了银行系统。

“二战”后的几年，银行业绩不再骄人。1929年美国股市崩盘之后，发生在华尔街的股灾导致了《格拉斯－斯蒂格尔法案》的推出，该法案迫使银行将资本市场的操作——债券和股本证券的交易——与商业银行的业务分离。J·P·摩根帝国被要求分化为独立的实体，包

括摩根士丹利、美国金融服务公司、摩根建富、英国金融服务公司和J·P·摩根，J·P·摩根集中处理商业银行业务。但是J·P·摩根与政府及强大的蓝筹股公司客户，例如可口可乐和AT&T保持了非常密切的关系，而且完整保留了J·P·摩根的国际化传统，J·P·摩根的员工有时候会开玩笑地说，加入J·P·摩根如同进入外交部门或英国殖民服务部门——薪资却很优厚。

彼得·汉考克加入摩根银行的时候，被分配到纽约参加为期一年的培训，一起参加培训的有近50位新员工，只有一半是美国人。“培训是一段非常特别的经历。我们中间有中国人、马来西亚人、法国人——各国的都有。而且大家一起住在曼哈顿上东区的一座小型建筑中。”汉考克这样回忆。然而，课程本身并没有多少可以满足他创新嗜好的。

命名为商业银行管理学的课程学习在位于华尔街23号的银行总部大厦进行，大厦正对着证券交易所，J·皮尔庞特·摩根本人曾在这座庄严的大厦工作，大厦前面设计有许多根柱子。课程的前半部分是课堂教学，学习与J·皮尔庞特·摩根时代的惯例略有不同的基础银行知识；评估信用风险的具体细节，通过阅读公司的资产负债表和分析具体业务进行学习。目标是通过培训学会如何评估贷款拖欠的概率，这是J·P·摩根银行业务的命脉。课程的后半部分是新员工作为真正交易的初级分析师参与工作。

参加培训的员工要花大量时间处理公司的数据。就在几年前，这些计算还都是手工完成的，需要查询债券价格时，他们只能查阅大量的表册。然而，在彼得·汉考克参加培训的时候，便携式计算器已经可以进行复杂的数学计算，以评估公司的现金流了，风险评估盛极一时。新技术精英正在产生，而参加培训的员工正是大胆的新一代银行家的先锋。

然而对摩根银行参加培训的员工来讲，培训强调指出，数学计算的能力是操作银行业务必备的；而社会因素，例如客户关系和声誉，也是至关重要的。早在1933年，华尔街的股灾高潮时期，J·皮尔庞特·摩根的儿子——小J·P·摩根（人称杰克）——声称银行的目标就是“以一流的方式（追求）一流的业务……”50年后，杰克的口头禅成为大范围影响银行业的经典之词。多年的大胆创新促使高风险交易和进攻型交易成为华尔街的“黄金标准”，“杀掉或被杀”的理论开始流行。

在华尔街23号，资深的银行家们依然把银行业的工作视为一种神圣的职业，无论面对客户还是在银行内部，都看重长期客户关系和客户忠诚度。在其他银行，重点已经转移到寻找“明星队员”，向他们提供巨额红利，鼓励其不断追求卓越；而在摩根银行，重点却是团队工作、员工忠诚度和对银行的长期贡献。

许多人愿意选择在J·P·摩根工作，尽管J·P·摩根比其他竞争对手所付的薪资要低。参加培训的年轻员工都被严肃地告知：银行可以容许“判断错误”，但犯“原则性错误”是要被解雇的。“一流的业务”依然是银行的真理。

彼得·汉考克轻松通过了课程学习，被分配回伦敦分公司工作，随后的几年中他一直在分析北海石油公司的信用可靠程度。那可是一份公认的好工作，因为挪威和英国的石油工业正在蓬勃发展。但是汉考克渴望了解更多，他深入调查了伦敦的情况，发现了金融衍生产品和掉期交易的变革，而且希望自己可以加入。

业界认为摩根银行过于死板，不会成为行业先锋。盛气凌人的所罗门兄弟公司和突破传统的美国信孚银行才是真正的创新者。但就在所罗门宣布完成IBM与世界银行的掉期交易之后不久，J·P·摩根就开始寻找更多的此类交易。

起初，尝试此类交易的中心不在J·P·摩根的纽约总部，而在名为摩根担保公司（Morgan Guarany Limited）的伦敦分公司。尽管《格拉斯－斯蒂格尔法案》规定禁止主要的纽约银行参与资本市场，但《格拉斯－斯蒂格尔法案》不适用于美国以外的公司。伦敦的监管机构保持较为放任自由的态度，普遍允许银行提供多种服务。因此，摩根担保建立了良好的资本市场业务。20世纪60年代，出色的交易员丹尼斯·韦瑟斯通引领了繁荣的外汇业务的发展；70年代，分公司业务转入主权债券和公司债券的发行。业务的蓬勃发展部分是因为美国的公司发现他们在伦敦进行融资比在纽约所付的税额要低。

公司债券业务的蓬勃发展为摩根担保进入掉期交易市场打开了通道，早在20世纪80年代，摩根银行就开始在伦敦分公司向客户提供交易，让客户从掉期交易的魔力中受益。“这是一次真正服务于客户需求的、了不起的创新示例，以一种有效的方式切实解决了问题。”雅各布·斯托特这样回忆，他是掉期交易团队的一位年轻银行家。

开始的时候，安排这些交易复杂费时。合约产生之前，必须找到需求互补的双方，仅这项工作就可能花费数周的时间。早期的一项掉期交易，即奥地利政府和德国商业银行的掉期交易，双方花费了整整一个下午的时间通过电报往来商议详情，说明客户的全部未来现金流量。然而，随着20世纪80年代的结束，交易节奏逐渐快了起来，利润也跟着上涨。

团队中年轻的交易员对他们能够享有越来越多的权力和自由非常激动。掉期交易团队之外的银行员工很少有人知道他们的交易是如何进行的，团队的领导康尼·沃尔斯特德是金融衍生产品领域公认的精明之人，拥有强大的自主权。沃尔斯特德对摩根银行的高层管理公开表示蔑视：他们只能了解掉期交易团队工作的简单详情。其实，整个团队都喜欢嘲讽那些守旧的部门。“我们都觉得自己很特别，个性而另类，是一个紧密团结的小团队。”斯托特这样回忆。

高管层不时试图限制掉期交易团队的权力。1986年，时任J·P·摩根行政总裁的刘易斯·普雷斯顿飞到伦敦，对沃尔斯特德评估交易价值的方式提出质疑。当时的J·P·摩根与其他银行都不清楚该如何评估掉期交易的价值，会计准则依然处于制定阶段。“你说你的团队赢利达4亿美元，可是在我看来你们似乎是损失4亿美元！”普雷斯顿向沃尔斯特德提出质疑。沃尔斯特德因此非常生气，分配初级分析师和实习生重新检查每一笔记录交易的账面信息，在他证实这些账面信息无误后，普雷斯顿表示认可。这段小插曲表明高管层把掉期交易员们看做一群任性蛮横的年轻人。

在J·P·摩根商业银行业务部平淡乏味的岗位上，汉考克注意到活力十足的掉期交易团队，这一切都深深吸引着他，他非常渴望可以加入进来。所以1984年他加入了伦敦债券团队，1986年又设法来到纽约，摩根银行当时正在纽约扩展金融衍生产品业务，它的经理们意外惊喜地发现，《格拉斯－斯蒂格尔法案》中没有反对金融衍生产品的明确规定。

开始的时候，汉考克在团队中的作用微不足道。他管理一个小小的财务团队，使用掉期交易数据管理银行资产负债表中的资产和负债。但是汉考克善于表达、善用机会的本领让他很快就脱颖而出。1987年股市崩盘后，利率下跌，摩根银行经历了金融衍生产品引起的、数额巨大的不明损失。汉考克应摩根银行要求向高管层解释发生的一切，后来在总部取得一席之位，负责交易名为“利率下限期权”和“利率上限期权”的产品。1988年，摩根银行重新命名为J·P·摩根之时，汉考克以领航员的身份组织一支团队环绕曼哈顿航行，船上展示了许多J·P·摩根的标志。这次活动得到人们的关注，尤其是因为汉考克带领的船队险胜高盛的船队。汉考克抓住每一个机会努力学习金融衍生产品的运作。他给J·P·摩根的首席执行官丹尼斯·韦瑟斯通留下了深刻的印象。韦瑟斯通是个传奇式的人物，他出身于普通

的英国工人阶级家庭，16岁第一次接触银行，在伦敦做小通信员，但后来却成为精明的外汇交易员，一直奋斗到银行的最高层。

1988年，一次机会成就了汉考克的事业开端。康尼·沃尔斯特德跳槽到美林公司，带走了6名团队员工，给摩根银行留下了许多复杂难解的问题。

在其他银行，要弥补沃尔斯特德跳槽留下的巨大收益漏洞，显然需要聘请一位新的业界权威，组建新的团队应付竞争对手银行。但是，J·P·摩根通常不聘请外部人士直接担任高层职位，它的大部分高层管理者都是通过层层升职到任的，这使它形成一种“海岛文化”，无论这种文化是好是坏，都已形成J·P·摩根的一种特色。因此，高管层首先指定沃尔斯特德的初级团队中的几名成员接管相关工作。不久之后，公司发现这几名员工并不能胜任，于是汉考克看到了自己的机会。

1990年，汉考克年仅32岁，人们认为他还太年轻，胜任不了经营一个部门的工作。但是他善于应用办公室政治，因此，在沃尔斯特德离职一年后，韦瑟斯通宣布由汉考克领导掉期交易团队。“有时候生活中会出现巨大的突破，你只需抓住它，跟着跑。”汉考克后来这样回忆。想要成为发明家的人现在终于有机会在发明方面大显身手了。

接下来的4年，汉考克春风得意，在金融衍生产品发展的鼎盛时期乘风破浪。在掉期交易开始流行之时，J·P·摩根完全没有被看做创新者；1994年，它的金融衍生产品创新能力几乎与大多数竞争对手一样。然而，较好的一点就是J·P·摩根拥有竞争对手没有的优势。作为广受尊敬的商业银行，J·P·摩根与大量的蓝筹股公司和政府有业务关系，而这些机构正是急切地想要进行金融衍生产品交易的机构。J·P·摩根还是极少数得到卓越的AAA级信用评级的银行之一，这一点可以保证客户相信银行会信守承诺。到20世纪80年代末，金融衍生产品团队不再只是帮助其他机构完成金融衍生产品的交易，他们还大量

使用自己的资本与客户交易。客户在和J·P·摩根进行交易的时候，其所拥有的AAA级信用评级可以确保客户相信银行一定会如约完成交易。

随着业务的蓬勃发展，掉期交易部门因为给J·P·摩根带来前所未有的利润增长而备受关注。到20世纪90年代早期，J·P·摩根交易收益的一半几乎都源自掉期交易部门，而汉考克也得到升职，不只管理衍生产品团队，还负责衍生产品团队所属的整个部门——被认为收益稳定的部门。他也被公认为首席执行官的最佳人选。

就在博卡拉顿会议前几个月，《财富》杂志的一名记者采访汉考克，请求他阐述一下复杂的掉期交易究竟是怎么回事，他的回答让记者更加确信金融衍生产品交易就像“飞向木星的伽利略号太空船”。汉考克这样描述：“它是这样一种交易，通过金融衍生产品，人们把多重风险转为组合风险，例如利率和货币。以石油公司为例，有石油价格下跌和利率上升的风险。为了限制风险，公司可以购买石油价格下限期权和利率上限期权。”汉考克说，但是可能这家石油公司喜欢更优惠的产品，“在这样的情况下，我们就签订一份合约，只有在石油价格下跌和利率上升同时发生的情况下才执行协议。”梦想成为发明家的汉考克现在是如鱼得水。

然而在博卡拉顿，汉考克还是没有心情庆祝。相反，他深知金融衍生产品即将进入一个发展的关键点，他的团队必须进行调整。最根本的问题是金融界的创新得不到保护。在制造业和制药业，专利法可以保证一个智慧的创新产品或观点得到保护，竞争对手不能简单窃取创新成果。然而，在银行业，还没有专利一说。金融家产生的智慧观点根本无法阻止竞争对手的快速复制和仿效，不久就会背负利润率下降的压力。

掉期交易业务就体现出这个问题的典型性。在所罗门兄弟公司完成第一笔交易之时，J·P·摩根等其他银行便纷纷仿效，市场开始繁

荣。业务的猛然发展引起利润率下降，让人担忧。尽管掉期交易的第一次浪潮获利颇高，但是仿效一旦开始，竞争就会导致利润下降。多年来，这个问题一直没有真正引起汉考克的担忧，因为交易量一直处于强劲增长的势头。但是，他不知道交易量的持续增长会延续多久，而且他非常清楚，要想保持他的部门实现持续增长，就必须尽快找到交易的新型方式。他深深地感到急需找到下一个“大创意”的巨大压力。

因此，尽管其他团队成员认为这个周末是一次银行慷慨安排的答谢聚会，但汉考克却有着非常认真的安排。他召集年轻的同事们从全球各地聚集于此，让他们近距离相处48小时，是希望可以迸发出创新的火花。

星期六早上，大家聚集在距离波光粼粼的蓝色大海几英里处的一间酒店会议室，开始这次系列会议中的一次。汉考克问，他们怎么才能推动金融衍生产品业务的新一轮创新浪潮？银行家们会不会适应新型领域的规则？保险行业该怎么创新？借贷和信贷业呢？

大家都没有心情考虑这些。有的人还在倒时差，大部分人醉醺醺的。比尔·温特斯的鼻子肿得厉害，心里盘算着回家怎么和老婆解释。“说实话，我不记得当时有多少具体的辩论。”汉考克的得力助手比尔·德姆查克后来不好意思地讲。他补充说留在自己记忆中的只是在结账离开酒店的时候，他的账单中居然包括撞坏水上摩托艇的罚款和大量的吉士汉堡的开销，就像一个玩笑，大家一直在让他签单。

但是，汉考克坚持的事情也不可能有人充耳不闻。他在会议室走来走去，开始迸发出“登上冥王星”的活力观点，很快辩论就热烈起来。一个重要观点浮现出来：使用金融衍生产品转移与公司债券和贷款相关的风险。有人指出，商品衍生产品让种植小麦的农民可以转移收获引起的损失风险，为什么不推出一个金融衍生产品，让银行对贷款或债券的未来违约投注？违约是商业借款的最大风险，因此，银行

可能对可以避开损失的金融衍生产品抱有兴趣，将金融衍生产品作为避开违约风险的一种保险。

其实，那并不是什么创新观点。早在3年前，坚持创新的美国信孚银行就完成了这一模式的开创性交易。康尼·沃尔斯特德在美林公司带领的团队也开始进行这样的交易。但是这一观点没有盛行，原因是那些交易似乎没有带来特别的利润。然而，在博卡拉顿酒店会议室的辩论愈演愈烈的时候，汉考克和同事们对这一观点满怀热情。他们推理认为，毕竟，全球各种各样的机构——不只是银行——都会面临贷款违约的风险。J·P·摩根本身就有大量的此类贷款记录在账，监管起来非常头疼。他们反问：如果一种金融衍生产品可以规避违约风险，或对违约风险大笔投注，会怎么样呢？投资者确实有意购买这样的产品吗？监管机构会允许这样的产品交易吗？如果可以，违约风险——传统银行业最核心的风险——转而成为另一种方式的交易，对金融业意味着什么呢？

那个周末他们不知道该如何回答这些问题，但是汉考克的团队从来不对问题说一个“不”字。他们花很长时间对这些问题苦思冥想，发现这个观点是具有开创意义的。如果真的可以确保银行和其他贷方避开违约风险，就可能吸引大量资金进入金融业。“我认识参与制订曼哈顿计划的人——对于参加那次周末聚会的同事，我也有着一种同样的感觉，那就是他们在推出一些至关重要的东西。”J·P·摩根掉期交易团队的员工马克·布里克尔后来这样回忆。

回忆博卡拉顿会议，汉考克这样说：“我们当时强调最多的观点就是使用金融衍生产品管理银行的贷款风险。”然而，在许多年之后，这个团队才意识到他们被称为信用衍生产品的观点有着怎样的真正意义。与所有金融衍生产品一样，这些工具提供控制风险的方式，但是也可以扩大风险；这取决于人们如何使用这些产品。控制风险的

结果吸引汉考克和他的团队不断地创新，而扩大风险的特征在十年后才对整个行业产生影响，最终导致一场全球金融灾难。

第二章
摆脱监管机构

彼得·汉考克的团队深入分析信用衍生产品的理念之时，正是金融创新开始一步步转变的紧要关头。汉考克的团队召开博卡拉顿会议之后的几年中，监管机构和许多优秀的银行业专家开始关注金融衍生产品的蓬勃发展和各种新型产品的激增。他们激烈地争论是否需要强制实行监管。

彼得·汉考克发现自己正身处这次争论的焦点。1991年，博卡拉顿会议召开的三年前，他意外地得到J·P·摩根的首席执行官丹尼斯·韦瑟斯通的召见。“科里根希望和我们谈谈金融衍生产品，”韦瑟斯通说道，并且要求汉考克参加会议，“你能够很好地阐述金融衍生产品。”汉考克对这次邀请怀着非常复杂的心情。杰拉德（杰里）·科里根当时50岁，是纽约联邦储备银行第七任行长，1985年到任。银行的行长权力很大，包括监管纽约商业银行的工作，而且科里根高大强壮，声音低沉，向来都是直言直语。

1991年的时候，他已经在联邦储备银行工作了几十年，而且有一段时间还担任大名鼎鼎的前美联储主席保罗·沃克尔的特别助理，他亲历了金融系统的几次盛衰循环和恐慌发作。在德国一家小型公司的破产震荡欧洲市场之时，他就着手处理1974年的赫斯塔特银行危机，后来还处理了拉美国家债务危机、伊利诺伊州大陆国民银行的破产以及德崇证券的失败。“这一切我早就见过了。”科里根总是咆哮着说话。所有的那些经历都让他对银行家非常不放心——不受约束，银行家就会酝酿灾祸。

走路5分钟即可从J·P·摩根大楼来到纽约联邦储备银行的总部大理石大厦，即便如此，汉考克也从来没有跨入那扇森严的钢铁大门。在J·P·摩根商业贷款部门工作的员工经常与中央银行的银行家沟通，但中央银行的银行家和掉期交易员之间并没有如此频繁的互相沟通。因此，科里根的“邀请”让汉考克感到不安：纽约联邦储备银行打算对他深深喜欢的金融衍生产品做些什么呢？

对此，科里根本人也不确定。他召见韦瑟斯通和汉考克主要是因为担心自己对金融衍生产品知之甚少，希望在决定推出监管措施之前先了解更多的相关知识。J·P·摩根与联邦储备银行有着长期的合作关系，显然是他开始了解金融衍生产品的合适之选。事实上，就在几年前，J·P·摩根聘请了联邦储备银行的前执行副行长史蒂文·蒂科出任银行的首席风险官（J·P·摩根很少从外部聘请人员担任高级职位）。

在长达几个小时的时间里，科里根一直暴躁地向韦瑟斯通和汉考克抛出掉期交易的各种问题，汉考克非常努力地做答。这次见面给他的印象是科里根对金融衍生产品的运作知之甚少。但是，这又有什么奇怪的呢？交易员之外几乎没有人真正了解具体详情。最后，他认识到科里根尽管没有直接反对金融衍生产品，但也对所有的这些创新没有什么特别的兴趣。汉考克心里嘀咕着：科里根下一步会做什么呢？

确定金融衍生产品监管方式的问题之一就是缺乏大量的具体数据来说明金融衍生产品的增长。在股票市场，多数交易都发生在公开的交易所，例如纽约证券交易所或纳斯达克，这些交易所都在严密的监管之下，投资者可以得到保护。大部分商品衍生产品合约也是通过受监管的交易所开展交易的，例如芝加哥商品交易所由美国商品期货交易委员会监管。一些利率和货币衍生产品也是通过交易所开展交易的。然而，还有许多交易在银行和客户之间直接发生，即“场外交易

市场”（OTC）进行交易，双方直接商议交易事项。而且，几乎没有特别监管和设立场外交易市场交易指南的规章制度。

现代金融刚刚起步之时，政府就被如何监管银行业的问题所困扰。一方面，20世纪的美国和欧洲政府都普遍认为金融业应当是一种追求利润的行业，但是金融本身又与其他商业不同。资金是经济的命脉，除非资金流通便利，否则基础经济活动就会陷入心脏骤停的困境。金融具有公用事业的职能，政府监管机构必须应付的问题是如何允许金融家追求利润，以及如何确保资金安全流动。

实际上，整个20世纪的美国和欧洲政府都在通过这样一种方式解决困境，那就是在保持银行业不受国家控制的同时，应用规则制约其获取超额利润。在20世纪，这些规则成为监管银行家的“紧箍咒”。有些规则本身就是全国性的，例如美国的《格拉斯－斯蒂格尔法案》，将商业银行业务和投资银行业务加以分离。美联储还特别推出针对美国商业银行的规定——投资银行不受相关规定的制约——其中规定负债总额不能超过股本的20倍。如果银行过度扩张资产，不能保证充足的储备资金以应对潜在的损失，就存在破产的风险，1929年的崩盘之后这种情况大规模出现。伦敦的监管方案也实行最低存款准备金制度。

国家监管之外，十国集团、卢森堡和西班牙联合签署了一系列国际条款，即《巴塞尔协议》。第一套协议于1988年在风景如画的瑞士山城巴塞尔起草，隶属于巴塞尔银行监管委员会（BCBS）的管理，其管理机构是国际清算银行（BIS）。第一套协议，即《旧巴塞尔资本协议》（Basel I），规定在全球实行稳健的银行体系的统一标准，最有名的是要求所有银行保持资产总值8%的储备金以应对风险。这些规定经过多年的扩充修订，2004年推出修订版本的《新巴塞尔资本协议》（Basel II），但依然没有得到所有成员国的认可。

20世纪90年代初，困扰监管机构的一个事实是许多规定都是在金融衍生产品创新之前推出的。那些规定在一定程度上可以应用于金融衍生产品的发展，例如，《巴塞尔协议》中规定的，如果银行参与金融衍生产品的活动，必须持有一定水平的储备金。但是，当前一个急切的问题是金融衍生产品发展快速、日趋复杂，监管机构已无法很好地评估相关风险。起初，这些问题并没有让监管机构太过担忧，在20世纪80年代，掉期交易只占整体银行业务的一小部分，处理相关业务的员工也只是少数几位银行精英人物，监管机构认为掉期交易只是银行的附带业务。交易员处理新型金融衍生产品合约的工作似乎只是“真正”经济的次要方面，就像博彩业在拉斯韦加斯所占的地位那样。但是，随着20世纪80年代慢慢过去，金融衍生产品变得活跃起来，一些监管机构开始担忧。他们开始小幅调整银行制度，迫使银行降低在金融衍生产品业务方面的资本投入。这让银行家们紧张起来，他们担心监管机构的更多涉足会导致利润下降。为此，1985年，来自所罗门兄弟公司、法国巴黎银行、高盛公司、J·P·摩根和其他机构的银行家们在棕榈滩酒店召开了一次会议，目的是对掉期交易的标准达成一致，主要是努力推出交易的通用法律准则。因而，他们决定推出一个行业机构来规范掉期交易，它就是后来的国际掉期交易协会（ISDA），国际掉期交易协会完成的第一件工作就是进行市场调查。公布的结果令人吃惊，1987年，国际掉期交易协会的计算结果显示，金融衍生产品合约的总价值近8 650亿美元。

这一惊人的数字，令一些西方政要开始行使自己的权力。1987年，商品期货交易委员会（CFTC）提出开始监管利率和货币掉期交易，按照监管商品衍生产品的同样方式进行监管。这一提议引起银行业的恐慌。金融衍生产品交易员担心商品期货交易委员会做出愚蠢的事情——况且所有的金融衍生产品合约都会被列入不符合法律的范畴，因为商品期货交易委员会立法规定所有交易所之外进行的交易都是非法的。

国际掉期交易协会随即采取行动，发起在美国国会的游说活动。让他们感到吃惊的是，他们的游说活动进行了两年之后商品期货交易委员会才作出让步。然而，胜利也只是暂时的。20世纪90年代初，政府又一次开始仔细审查金融衍生产品。当时金融衍生产品业务持续发展，产生了许多更为神秘的新型产品。事实上，大部分监管机构和中央银行的银行家们依然不知道掉期交易运作的任何详情。金融衍生产品的神秘特色使监管机构陷入两难处境：他们如何允许这一蓬勃发展的业务继续繁荣，同时依然保证其不会威胁到“真正”经济环境下的资金自由流通呢？监管机构并不希望遏制积极的创新，但是他们越来越机警，因而促成了1991年秋天杰拉德·科里根对金融衍生产品的调查。

就在科里根召见丹尼斯·韦瑟斯通和彼得·汉考克几周之后，其又于1992年1月在纽约州银行家协会发表了严肃的讲话。“考虑到（金融衍生产品）市场的巨大规模，”他说，“我必须问问自己如此多的固定利率或可变利率债项的持有人，怎么可能希望把这些债项从一种方式转化为另一种方式的。”用中央银行的行话来讲，这表示科里根质疑银行进行这些交易的动机。“资产负债表外的业务活动有一定作用，”他接着说，“但是，必须进行小心管理和控制，高层管理者、交易员和金融专家都必须明白这些业务是怎么回事，”他这样说道，“我希望这听起来是警告，因为这确实是警告！”

从事金融衍生产品交易的银行家们大吃一惊。科里根仿佛决意要推出监管措施。果然，几个星期后，科里根领导下的跨国监管机构开始确定《旧巴塞尔资本协议》如何更加精确地适用于市场交易活动。几乎就在同时，汉考克团队中的马克·布里克尔收到远在华盛顿的30国集团（G30）发来的让人惊叹的友好建议。布里克尔从哈佛商学院毕业后直接加入了J·P·摩根，几乎与汉考克同时进入摩根，他也坚定地相信掉期交易产品会产生奇迹。汉考克选择布里克尔和他一道游说向来对金融衍生产品业务疑问多多的监管机构官员和政治家。不同于

其他掉期交易人员，他愿意面对这些政治家侃侃而谈，出于对游说工作的热情，1992年他担任国际掉期交易协会的主席职位。在避免监管困扰方面，他是汉考克乃至整个行业的智多星。

事实证明，30国集团计划推出金融衍生产品的研究报告，有人打电话告诉布里克尔30国集团希望J·P·摩根领导这次报告研究工作。显然，这份报告对政府政策的制定至关重要。30国集团是由经济学家、学者、银行家组成的有着高度影响的集团，成立于1978年，由洛克菲勒基金会资助，集团使命是高效促进国际金融合作。保罗·沃克尔担任集团领导职位。

J·P·摩根的高管们激烈地争论着该怎么办。在掉期交易部门，年轻的交易员们对这次合作研究非常谨慎。合作成功，他们担心J·P·摩根的专有秘密被他人共享；不参与的话，又害怕银行作为监管对象开始被监管。“整个项目就是掉期交易产品的一次风险抗争，”布里克尔后来这样说，“非常明显的一点就是所有的建议都可能成为监管条例。”然而，丹尼斯·韦瑟斯通还是坚持认为J·P·摩根应该合作。作为首席执行官，他非常在乎摩根注重公共职责的传统，而且他怀疑科里根——纽约联邦储备银行的重量级人物——在背后发挥作用。

其实，韦瑟斯通是担忧掉期交易的风险。如果金融衍生产品继续不受管制地发展，他担心实际情况可能是过度发展导致自身崩溃，不仅伤及其他银行，J·P·摩根本身也不能幸免于难。“如果你在高速公路上驾驶着一辆漂亮的玛莎拉蒂行驶，看到一辆破旧的轿车冒着黑烟，”他严肃地向汉考克和其他年轻的同事们说，“自顾自地继续前行是没有好处的。如果那辆旧车撞上来，玛莎拉蒂也一样会被彻底摧毁。”

所以，韦瑟斯通同意主持完成30国集团报告，于是汉考克、蒂科、布里克尔及其他几位J·P·摩根的银行家们与其他几家银行的代

表开始着手具体工作。摩根士丹利从事金融衍生产品的银行家帕特里克・德圣－艾格南和法国巴黎银行的戴维・布伦纳联合负责报告；汇丰银行、瑞士银行和大通曼哈顿银行（以下简称大通银行）的负责人员也纷纷参与。前英格兰银行监管机构的彼得・库克、诺贝尔奖得主默顿・米勒及芝加哥大学的一流自由市场经济学家们都群策群力、献计献策。“我们知道这一切都将奠定金融衍生产品的基础。”布里克尔回忆说。

确实到了推出金融衍生产品研究报告的时候了。国际掉期交易协会的数据显示，1992年到1993年，交易的价值从5.3万亿美元增长到8.5万亿美元。然而，更为引人注目的是，掉期交易越来越复杂，客户范围也在不断扩大。起初，掉期交易的客户是大型跨国公司或银行，如可口可乐、IBM和世界银行，而且要通过经验丰富的财政部门进行投资分析方能完成交易。到1992年，小型银行、中型公司、退休基金和许多其他资产管理公司都纷纷加入市场。越来越多的客户选择金融衍生产品的动机不再只是控制未来风险，而是进行大笔投注、实现高额回报。

金融衍生产品的激增，部分是由于资产管理行业的银行和监管机构变革带来的积极市场成果；然而，引爆这一趋势的另一个因素是利率的下降。1979年，时任美联储主席的保罗・沃克尔提高利率后，出现严重的通货膨胀。1983年，通货膨胀率为3.2%，而1981年高达10.35%。随后，美联储开始降低短期利率，刺激经济增长。1987年，艾伦・格林斯潘接替沃克尔出任美联储主席，从1989年开始，他稳步降低利率以应对轻微的经济衰退。这对借款人是利好消息，而且增加了银行利润，因为利率低的时候，银行可以非常优惠地借到资金，转而以较高的利率贷给客户，轻松取得回报。但是，利率下降产生的后果是，投资管理公司难以通过买入相对没有风险的政府或企业债券而取得丰厚的回报。利率越低，他们的回报越低。因而，尽管利率绝对

水平依然较高（至少，与10年后的水平相比较高），利率的下降趋势还是提醒一些债券投资者寻找新的策略。

美林公司、美国信孚银行、所罗门兄弟公司和J·P·摩根自身都在建议客户使用金融衍生产品提高回报，这些银行推出了一系列衍生工具新产品，名字都比较模糊，如“伦敦银行同业拆借利率平方”、“时间交易”和“逆向浮动利率抵押债券”。一些联邦机构，例如学生贷款协会沙利美，也开始提供包括金融衍生产品在内的投资产品。这些产品大部分都通过两个重要特征产生高额回报，对未来利率可能的下降投注，而利率的下降很大程度上依靠艾伦·格林斯潘的观察，因而这些投注以看似极小的风险产生可观的回报。大部分交易都体现出金融界的核心概念，即“杠杆作用”，根本上讲就是使用投资技巧强烈影响市场力量或市场趋势（增加金融衍生产品的赢利水平）。在现实中，“杠杆作用”至少可以按照两种方式应用于金融衍生产品。有时候，投资者会大笔举债增加投资下注，因此，近几年通常把借贷叫做“贷杠”。然而，即便投资者没有大笔举债，金融衍生产品交易的经济结构有时候也会让投资者对价格波动非常敏感。莫名其妙的是，另一种模式也叫做“贷杠”。然而，这两种不同的贷杠很容易混淆。最重要的问题是两种类型的贷杠都会给投资者带来更多风险。如果投注正确，回报巨大；如果错误，则损失也巨大。贷杠在金融衍生产品领域的应用类似于这样的情景，即拥有10座房子的地产开发商与拥有5座房子的开发商之间风险程度的不同：拥有更多地产的开发商的损益与房价的波动关联更大，特别是通过贷款融资开发的地产。

然而在1992年和1993年，许多投资者认为值得选择那些风险，就以很高的杠杆率购买产品。“那是一段疯狂的时期。”T·J·利姆回忆说。他是J·P·摩根掉期交易团队早期的成员之一，20世纪80年代和康尼·沃尔斯特德一道工作，后来一起跳槽到美林公司。“羊群效应非常惊人。人人都期待获利，你可以做想做的任何事情，而且会有人买。每周都会有人推出新产品。”

有人发出了一些有先见之明的警告。加拿大皇家银行主席艾伦·泰勒说，金融衍生产品正在演变为“可能随时爆炸的定时炸弹，就像拉美国家债务危机的爆发那样”，会威胁全球金融体系。华尔街的传奇人物、拉扎德投资银行的银行家费利克斯·罗哈廷一直排斥金融衍生产品，把衍生产品叫做“一群MBA历经26年在个人计算机上推出的金融氢弹”。

过去26年来金融衍生产品历经非议。创新的狂暴恰恰说明金融衍生产品的强大，以及为什么必须竭力摆脱政府监管的原因。“抑制创新的最有把握的方法就是利用当前最好的策略，将其转化为严格的行业要求。”布里克尔这样说。他转述了奥地利自由市场经济学家哈耶克的观点，后者是布里克尔的偶像。其实，抛开拆解金融工具的魅力不讲，如果说确实有一种东西把掉期交易人员维系到一起，那就是对效率的信念和自由市场的优势。

布里克尔把自由市场的信仰发挥到了极致。除哈耶克之外，布里克尔的偶像还有经济学家尤金·F·法玛和默顿·H·米勒，他们在20世纪六七十年代在芝加哥大学研究开发有效市场假说，该理论主张市场价格总是“正确的”。市场价格是对商品价值的唯一正确指南。“我坚信市场具有自愈能力，”布里克尔经常这样说，蓝色的眼睛里透出热情洋溢的光芒，“市场可以比政府更好地纠正超额收益。市场规则就是适合市场的最佳规则。”

彼得·汉考克认同这一观点，但是他很少在公开场合明确表示，大部分其他掉期交易人员也是这样。当然，他们非常清楚金融市场不是真正自由不受管制的。相反，金融体系重复出现过几次危机后就受到政府制度的严格抑制。布里克尔和其他认可金融衍生产品的人之所以认为金融衍生产品比较诱人，是因为金融衍生产品不在传统监管的范围之内。金融衍生产品倡导的理论本身可以让先驱金融家们自由竞争、不断创新。

布里克尔总是强调指出没有规则不利于金融衍生产品的发展。相反，只有参与者按照通用规则交易，金融衍生产品市场才能正常运作。其实，推出相关的法律指南就是成立国际掉期交易协会的目标。国际掉期交易协会的变化是因为该协会坚持认为相关规则最好还是由行业本身设计推出，而且由志愿者来维护。政府官僚不应当成为金融衍生产品行业的治理方或权威；银行家和他们的律师应当更加了解相关信息，而且他们有遵守行业规则的强烈愿望。就像原始社会依靠狩猎和采集生活的部落那样，所有的金融衍生产品交易人员都是愿意维护规范的人。正因为如此，30国集团报告中的任何机构规则方面的立法提议都可能引起全面争论，布里克尔这样提出自己的观点。

影响J·P·摩根的银行家和其他人理解监管的另一个重要因素是VaR（风险价值）这一概念的发展。过去几十年中，银行对风险评估采取非常谨慎的态度，只面向符合要求的客户提供贷款，阻止客户从事银行不认可的市场活动，同样竭力阻止交易人员参与风险过高的市场活动，但没有对这些风险进行精确量化。然而，在20世纪80年代，美国信孚银行的创新金融家查尔斯·桑福德开发出业界首个完善的系统RAROC，用以评估信用等级和市场风险。这也最终促使其他银行家努力使用精确的量化技术取代模糊的预测评估风险。

J·P·摩根的首席执行官丹尼斯·韦瑟斯通在金融衍生产品的发展历程中扮演着重要角色。他多年来一直就职于变化多端的外汇交易部门，没有局限在古板的银行商业部门，他敏锐地察觉到在人们毫无戒备的情况下，风险是如何产生不良影响的。1987年严重的股市崩盘再次强化了这个观点，所有银行都蒙受了巨大损失。因此，在1989年——那次崩盘两年之后——韦瑟斯通在J·P·摩根推出了堪称革命性的《4－15报告》。每天下午4点15分，在市场关闭后，他都会收到一份量化银行所有业务风险级别的报告。起初，报告内容非常粗略，只是所有银行交易的大致内容。韦瑟斯通决定增加报告内容，他邀请量化专家开发一种技术，用以评估市场恶化的情况下，银行每天可以承

受的资金损失。这是银行业第一次进行这样的评估，连大名鼎鼎的美国信孚银行都没有开展此类评估。

被誉为股市分析高手的人们在几个月的时间中一直都在思考风险评估的问题，最后推出了VaR这一概念。他们认为风险评估的目标就是，以95%的概率（准确性），计算出任何一天中银行预期会发生的最大损失。95%是顺应复杂的现实，因为市场中总是会有一些风险是固有模型根本无法计算出来的。韦瑟斯通和他的股市分析高手组成的团队都认为过度担忧糟糕的情况反而不利于银行业务的发展。如果银行惶惶不可终日，根本无法正常开展业务。韦瑟斯通希望了解的是银行经营“从坏到正常状态”有着怎样的风险级别，正如作为农民准备应付间发的洪水、暴风雪和干旱，却不担心世界末日可能会有的小行星撞击那样。由此，开始使用95%的置信水平。

该系统的基本运作以前几年的数据为依据，计算在市场局势恶化的情况下，银行随时可能会有的资金损失数额。这些模型所依据的重要的简单假设就是未来可能是往日的再现。丹尼斯·韦瑟斯通非常清楚这样的假设并非总是正确的，他知道这只是对现实的粗略估计。模型仅仅是工具，不能摆脱人类智慧的作用，他在严肃地向J·P·摩根的员工们讲话时这样指出。模型不是评估潜在的未来损失的唯一方式，“我们都接受了这样的观点，认为模型总是有用的，但其作用还是有限的，”彼得·汉考克后来这样回忆，“这一点非常清楚，可是人们却总是容易忽略它。”

然而，VaR的优点在于银行家可以比过去更加精确地评估风险。许多难解的未来风险可以简化为明确简单的数字，说明银行可以承受的损失数额。J·P·摩根的银行家们假设，这样银行就可以相对容易地控制金融衍生产品或其他产品的风险。一个重大的意义是：有了VaR等这样的工具之后，银行现在就既有动机也有能力理智地把握金融衍生

产品了，无须政府干预。或者，至少从事金融衍生产品交易的银行家愿意这样认为。



1993年7月21日，酝酿已久的30国集团报告出炉，内容多达厚厚的三大本。丹尼斯·韦瑟斯通在开始着手报告时就坚持强调必须认真研究，做到详细缜密。如果30国集团报告显示行业已经存在可靠的内部规范，则官方推出规则的必要性就降低了。“这份报告不是束之高阁的研究，”韦瑟斯通声称，“我希望行业人士可以推出适用于未来若干年的实用建议指南。”

30国集团大宗报告在许多方面都做到了韦瑟斯通一直提倡的标准。报告开头笼统地强调了金融衍生产品对整个金融系统的意义，接着便是详尽地说明经营金融衍生产品的最佳规范。其中一部分敦促所有银行采用VaR工具，另一部分要求银行的高层管理人员详细了解金融衍生产品的具体运作，还有一部分敦促银行一致使用国际掉期交易协会的法律要求。这份报告还要求银行根据实时市场价格，按照人们熟知的“逐日盯市”的理念记录每日金融衍生产品交易值。这样，在银行以各种不同的方式计算金融衍生产品的价值之前，就可以在估价方面实现统一。它还强调了市场价格是“最好的”价值导向的假设。

同样重要的是30国集团报告所没有表达的。这项大宗报告没有以任何方式提到政府应当干预市场，也没有任何暗示表示金融衍生产品的交易通过集中结算系统处理可能更加有利，如商品衍生产品在纽约证券交易所交易。这些结算系统不但记录交易量，提供有价值的交易晴雨表，表明出现问题的迹象，而且可以保护投资人免遭交易对手违约交易、不确定交易带来的不测损失。没有结算机构，衍生产品交易员就会面对所谓的交易对手风险。

布里克尔和国际掉期交易协会的其他成员都反对推出结算系统，因为他们担心引出进一步的监管。他们坚持主张交易对手风险可以通过遵守国际掉期交易协会指南得到很好的控制，采用一些担保品应对违约风险，而且声称这样的交易是非常明智的。“掉期交易‘市场’框架是市场规范的模式，”布里克尔争辩道，“掉期交易的参与者会仔细调查交易对手的声誉和信用程度，并对应地调整交易流程。”

当监管机构和中央银行审阅厚重的30国集团报告时，几位评论员表示了他们的担忧：仅仅这份报告还远远不够。英国央行英格兰银行执行董事布赖恩·奎因说，30国集团报告关于金融衍生产品的风险之说，在他看来有些自鸣得意。但是，正如丹尼斯·韦瑟斯通所希望的那样，监管机构确实认可了相关指南的详尽描述。“如果市场参与者继续研究30国集团的真正意义，那么监管机构就没有什么相关工作可做了。”证券和交易监理专员J·卡特·比斯评论说。1993年11月，汉考克、布里克尔和掉期交易市场的其他人终于都松了一口气。

然而，灾难还是降临了。到1994年初，美联储主席艾伦·格林斯潘开始担忧美国经济在经历了几年的宽松货币政策后出现过热现象。1994年2月4日，他突然决定提高联邦基金利率25个基点，从3%提高到3.25%。这次变更是在其他经济数据处于稳定状态的时候发生的，它引发了市场恐慌，导致债券价格猛跌，金融衍生产品也受到重挫。1992年到1993年发生的太多金融衍生产品的交易都假设利率会持续下降，因而，突然的利率走高导致这些交易严重受损。

最早受到波及的是宝洁公司。宝洁公司与美国信孚银行完成的一项票面价值两亿美元的交易，承诺降低中期融资成本，而前提是利率持续下降。随着利率的上涨，宝洁公司被迫承受高达税前1.57亿美元的亏损。接着，出现了更多让人震惊的情况。中型贺卡公司吉布森礼品公司公布了2 300万美元的亏损；另一家小型美国公司米德造纸公司

公布出同样数目的亏损；投资银行普惠公司公布亏损高达2.68亿美元。阿斯金资本管理公司亏损高达6亿美元。加利福尼亚州奥兰治县遭遇了最严重的亏损。早在20世纪90年代初，奥兰治县财政长官罗伯特·西特伦就决定购买美林公司的逆向浮动利率抵押债券，增加市政投资回报。开始，这项计划非常成功，1993年，西特伦的投资回报率高达8.5%，全国平均水平只有4.7%。许多其他金融衍生产品参与者开始大笔举债的时候，奥兰治县也投入很大的赌注，大幅动用核心资产，结果亏损总额超过200亿美元。市政当局被迫申请破产。

这些惊人的亏损引起了投资人和民众的愤怒。宝洁公司起诉美国信孚银行，奥兰治县起诉美林公司。同时，美国和英国的主流媒体大量发表评论。《亚当·史密斯的金钱世界》[注]声称金融衍生产品或许就是金融界的下一次航天飞机灾难。《财富》杂志的一期封面上，“金融衍生产品”这个词正对着一条巨长的让人害怕的鳄鱼的大嘴。“金融衍生产品正在紧缩全球经济，”文章提出了严肃的警告，“而且没有人知道该如何控制这种局势的发生。”

之后不久，美国总审计局（GAO）发布了对金融衍生产品现状长达196页的批判研究报告，结论是强烈反对30国集团报告。报告声称，金融衍生产品的交易在风险管理方面存在“巨大的缺口和不足”，产生了更大的系统风险；其危险程度已经达到可能会引起类似于由储蓄和贷款引发的崩溃。总审计局的总审计长查尔斯·鲍舍尔敦促国会旋即介入监管。

民主党和共和党迅速作出回应，到1994年夏天，递交到国会的监管草案不少于4份。“总审计局和我本人都一致认为需要更加公开金融衍生产品的交易，促进金融衍生产品的监管并加强国际合作。”得克萨斯州的民主党人亨利·冈萨雷斯这样宣布。他是银行委员会领导，当时正支持一份草案。马萨诸塞州的民主党人爱德华·马基在国会小

组担任主席，监管证券市场，他警告说："现在的问题不再是监管或改变立法的问题……而是应当采取什么方式实现变革。"

金融衍生产品交易员都非常震惊。J·P·摩根本身相对平安地度过了这次行业丑闻风波。宝洁公司的亏损严重损坏了美国信孚银行的名声。美林公司的形象因奥兰治县丑闻而极度受损。尽管一些J·P·摩根的客户也遭遇了损失，但相对于其他公司的损失却少很多——部分是运气使然，当然J·P·摩根团队也避开了一些危险项目。

举例来说，奥兰治县在开始与美林公司交易之前，市政当局曾找到J·P·摩根要求进行同类交易。当时金融衍生产品交易部门的年轻销售员比尔·德姆查克与市政财政长官滔滔不绝地谈了许多，结果很快发现奥兰治县的官员根本不明白金融衍生产品的实际运作。"无论如何，我们不能接受这样的客户！"他这样说。

那时候，这一警示为汉考克的团队节省了大笔费用，但却使得竞争对手认为J·P·摩根过于古板。"现实是我们只是没有孤注一掷——我们在那方面没有非常商业化。"汉考克后来说。到1994年夏天，人们都认为摩根银行避开了奥兰治县丑闻的阴影。在竞争对手苦恼挣扎的时候，J·P·摩根开始大张旗鼓。"那些丑闻之后，我们得到了大量业务，重新组合了一些错误的交易，因为我们是客户信任的银行之一。"德姆查克回忆说。

然而，汉考克非常清楚地知道，如果金融衍生产品依然不能摆脱监管，J·P·摩根纵使持有大块的金融衍生产品业务也没有什么意义。因此，布里克尔和其他国际掉期交易协会官员开始秘密游说议员，决定先于国会阻止相关法案的推出。布里克尔疯狂地走访共和党和民主党国会议员，而且不断联系各大媒体的记者，努力说服他们别再以负面新闻报道金融衍生产品；又开始在全球监管机构活动，竭力传递这样的观念——金融衍生产品行业完全可以按照30国集团报告的模板实现自我完善。

然而，历史的潮流没有支持J・P・摩根：过去100多年的所有情况几乎都是立法者推出新的政府规定应对金融丑闻。但布里克尔是个狂热分子，在他看来，自己在华盛顿开展的战斗不只是为金融衍生产品业务本身而战，更是一次挑战最高命令的理想之战。

他进行的狂热游说让许多人怒火中烧。华盛顿的一家游说公司——惠伦的总裁克里斯托弗・惠伦这样评论当时的情况："国际掉期交易协会到华盛顿就是告诉大家他们是愚蠢的。他们声称（金融衍生产品）一切良好，但这完全是他们自己的断言。那么做就是让华盛顿的人们都认为他们在故意隐藏一些东西。"再有，爱德华・马基的助手说："许多市场参与者都不明白政策制定流程是如何发挥作用的……傲慢和防御在国会向来都行不通……（他们的态度）根本上讲是这样的：'谁敢怀疑这个市场的作用呢！多么放肆啊！'"

但是，布里克尔没有放弃，几周之后，出乎意料的事情发生了：他的执著终于迎来了转机。一方面是因为克林顿政府愿意倾听。1992年，克林顿入主白宫之前持反对华尔街的立场。就任后，面临华尔街强大的游说力量，克林顿阵营改变了观点。"金融衍生产品是管理风险的完全合法的工具，"财政部长劳埃德・本特森于1994年5月在对证券交易商的讲话中这样提到，"金融衍生产品不是什么禁忌字眼。我们需要强力而小心地介入市场，当前我们要强调的是确保完全了解现有的监管机构，并确保其发挥作用。"

或者说，正如历史学家凯文・菲利普斯当时在书中提到的："即使偏远的美国阿肯色州的人得到任命，也能清楚地看出金融部门的战略家完全控制了从布什政府到克林顿政府的过渡，胜过其他华盛顿的游说组织。社会关系良好的民主党金融家非常轻松地适应了离开的共和党人留下的鳄鱼皮鞋。指责性的言论销声匿迹了。整个20世纪80年代，新国家经济委员会的领导罗伯特・鲁宾都是高盛公司的套汇者。"

国际掉期交易协会发起的顽强运动也顺应了艾伦·格林斯潘的观点。格林斯潘笃信自由市场的理念，小心地反对金融衍生产品的法案。“立法直指金融衍生产品并不能替代大范围的改革，而且没有大范围的改革可能确实会增加美国金融系统的风险，推出本身就无效的监管体制，容易丧失市场规范的有效性。”格林斯潘早在1994年夏初就这样告诫国会。

就连杰里·科里根似乎都接受了国际掉期交易协会的立场。科里根于1993年离开纽约联邦储备银行，跳槽到高盛担任顾问。在那个有利的职位，他还是对推出政府规则持保留态度。“金融衍生产品就像国家橄榄球联盟（NFL）的四分卫，总是能得到更多的荣誉和谴责，”他在国会听证会上说，“我所说的我认为不需要立法，不是指我对现状非常满足，而是需要完成的监管工作可以依据当前的法律进行。”

到1994年末，国际掉期交易协会的运动非常有效，国会反对金融衍生产品的4项法案均被束之高阁。亨利·冈萨雷斯，反对法案倡导人之一，用生动的得克萨斯口音这样描述这场运动：“就像午夜对着月亮狂吠的丛林狼，只有被惊醒的可怜牧场主知道那是丛林狼在叫。”这对国际掉期交易协会是一次非同寻常的胜利——它是20世纪华尔街游说活动最惊人的一次成功。

这场战斗开启了金融衍生产品创新狂潮在未来十几年中的发展。自我保护占了上风，一切都变得非同寻常。彼得·汉考克的团队将构想出信用衍生产品的交易方式，没有监管机构的监管，创新狂潮最终会超越一切理智——或自我约束而风靡。

---

1. 亚当·史密斯是基金经理人及新闻记者乔治·古德曼的笔名，《亚当·史密斯的金钱》是他的电视系列节目，曾多次赢得艾美奖。——编者注

第三章
梦之队

掉期交易团队召开博卡拉顿会议之后的几周中，周末奢侈享受的故事在银行到处流传着。对于掉期交易团队的成员来讲，这些传言一方面让他们觉得自豪，另一方面又觉得不好意思。这件事情让掉期交易团队光彩大增，成为古板的J·P·摩根银行最为前沿的团队。

会议之后，他们马上开始埋头精心准备信用衍生产品的交易方式。正如彼得·汉考克所担忧的那样，这是一场创新战斗，他本人需要在两块前沿阵地斗争——既要推出创新观念，将金融领域带到新的发展阶段，又要设计一个社会组织，以释放团队的创新智慧。

汉考克非常精明地选择比尔·温特斯和比尔·德姆查克领导具体工作，他们有权组建自己的团队。温特斯在用人方面的精明之举在于选择了蒂姆·弗罗斯特，他是一位有野心的年轻衍生产品交易员，生于英格兰诺丁汉，说话一直带着当地的口音。温特斯选择的另一位得力员工是托尼·贝斯特，他是巧舌如簧、能言善辩的销售员，说话带着英国贵族口音，20世纪80年代开始就从事掉期交易。在纽约，德姆查克雇用了来自新奥尔良的一位言语简洁的红头发银行家查尔斯·帕杜，他很快就证实了自己的能力。另一位重要的员工是安德鲁·费尔德斯坦，他曾经是一位严肃的律师，性格内向但非常聪明，而且喜欢横向思维。“我和安德鲁有着同样的思维方式，”德姆查克说，“我和他可以坐下来一谈几个小时，互相讨论问题，掰开了揉碎了地分析探讨、展开深入研究。”

德姆查克顺应J·P·摩根的国际化传统，招聘一些非美国人加入他的团队，有的是正式加入了IDM团队，有的只是临时加入。其中一位是克里希纳·瓦里库特，年轻而富有智慧的印度人，数学建模方面的天才。德姆查克非常器重瓦里库特，不但欣赏他的数学能力，而且欣赏他强烈的职业道德和坚定的立场，他自己认定是对的观念就会无畏地坚持下去。“克里希纳就像我的知己！”德姆查克喜欢这样开玩笑。还有一个非常重要的用人决策是选择年轻的英国女士布莱思·马斯特斯。她一头漂亮的金发，皮肤白嫩、身材纤细，说话带着人们称为BBC的口音；她在英国南部的肯特郡长大，在那里就读于有威望的私立学校。很小的时候，她就表现得倔犟而勤奋，成就了她自己进入梦寐以求的剑桥大学学习经济学的理想。

上大学前，她在J·P·摩根实习，那段经历改变了她的一生。1987年夏天，只是出于偶然，她被分配到J·P·摩根在伦敦的金融衍生产品团队工作，当时康尼·沃尔斯特德的团队正在重新审查账簿，处理被控损失高达4亿美元的会计争端。马斯特斯被抽调过去协助查询历史交易，结果她深深地喜欢上了衍生产品。“我觉得这些产品非常有吸引力，因为我有数学背景，”她后来这样解释，“而且衍生产品还具有创新性。”

大学的暑假，马斯特斯的同学们都在泰国的海滩玩耍嬉戏，抑或拿着欧洲火车通票四处游玩的时候，她却每年都回到J·P·摩根的伦敦分公司工作。“大学期间，她一点儿都不古怪，而且总是逗大家乐，”一位大学朋友这样回忆，“但是，人们都知道她是个有抱负的学生。”1991年毕业后，她随即加入J·P·摩根的商品交易部门，开始在伦敦工作，后来去了纽约。然而，她的人生发生了不符合传统的逆转。

她开始和一位银行家同行约会，23岁怀孕结婚。一些同事以为她会因此离开银行，但是她坚持留在了工作岗位上。几年后，当她成为

J·P·摩根金融衍生产品团队颇有威望的发言人后，经常接受记者的采访，却不愿意提及自己的生活。“没有人会问男士关于家庭或孩子的事情！”她向同事们指出，“为什么别人要问我呢？”

然而，她非常清楚自己要被看重，就必须在工作上付出百倍的努力。在去医院生孩子的时候，她还把一个跟踪市场价格的小巧工具悄悄放到包里准备坚持工作，然而，事实是她根本无法做到兼顾。“滑稽的是，”她用英国式的自嘲对记者说，“事实证明，做妈妈比我想象的难多了，这花掉了我大量的时间。”

在银行业的其他领域或在其他银行，她的事业或许还没有真正开始就早已停止。但是金融衍生产品非常新颖，很容易突破模式的困扰，而且彼得·汉考克笃信精英领导班子的力量。他不在乎别人如何评价他的团队组成，也不在乎员工个人的私生活，他只在乎员工是否聪明，有没有团队精神。首先，大家必须拥有求知的好奇心，“我认为我们发展的团队是可以让马斯特斯这样的人才如鱼得水的，”他后来这样评述，“而且，许多银行做不到这一点。”

马斯特斯当然不是汉考克帝国中唯一的女性。年轻的女士特里·杜洪，一位出生于路易斯安那郊区贫苦家庭的数学奇才，后来加入了IDM团队。还有贝齐·贾尔，一位阳光直率的女士，以前在J·P·摩根的贷款业务部工作。招募的另外一位女士是罗米塔·谢蒂，出生于印度的信用专家，她最开始在标准普尔评级机构做分析师。德姆查克首先分配她在IDM工作，但并没有进行具体的工作说明。他这样解释，团队是自由发展的，团队成员应当根据需要接手处理不同的项目，接触各位同事。罗米塔抓住了机会。“他们的工作总是那么激动人心。”她后来这样回忆。

正如汉考克所期待的，他精心挑选的年轻而聪明的银行家们很快就开始爆发出各种关于金融衍生产品的创新理念。马斯特斯就在受命

探讨金融衍生产品理念的团队中，她全力以赴地认真工作，亲自见证了金融衍生产品变革的影响。

很早以前，商业和金融领域就一直备受违约风险的困扰，即借款人拒绝偿还债务或债券的危险。银行长期以来都在努力以各种方法最大程度地缓解这个问题，最基本的做法就是确保作出英明的货款决策；因此，J·P·摩根在培训中集中强调这一点。实现银行客户的多样化是另一方法，类似于股票投资组合的多样化。银行有时候也会推出联合贷款，从而分散违约带来的不利因素。他们规定了针对具体部门提供贷款金额的绝对限制条件：必须拥有房产、消费者信贷必须达到一定数额，等等。例如，会有一些相关规定，各部门对房地产开发商的贷款不得超过1 000万美元。无论如何，历史上还是充斥着银行破产的案例，原因是错误地判断了违约风险，或者过度面向单一部门或贷款人提供贷款。20世纪80年代末到90年代初，储蓄和贷款的崩溃就是很好的例证。

马斯特斯和IDM团队的其他人员都知道，利率上升的风险会导致债券价格下跌。金融衍生产品交易员可以把利率上升的风险作为产品卖出，买方是认为利率不会真的上升的投资人。债券持有人可以将债券的风险卖给不十分讨厌风险的投资人，银行以经纪人的角色安排交易。那么，如果同样的理念应用于贷款违约的风险，会发生什么呢？马斯特斯在心里这样反复思考着。这么做会颠覆银行业的一个基本规则：违约风险是进行交易必然会有的一种负债。如果可以开发出一种方法把违约风险打包交易，将是对银行业的一次全面而巨大的推进。

有史以来，银行第一次可以不承担全部风险抑或任何风险发放贷款。这样可以促使银行发放更多贷款，因为在贷款发生违约的情况下银行无须承担损失。对风险进行投注的金融衍生产品买家将承受相关的违约风险。

这样的金融衍生产品对J·P·摩根银行非常有用。20世纪90年代初，J·P·摩根面临着一系列恶性金融问题。1988年的《旧巴塞尔资本协议》（Basel I）规定，所有银行的账面都必须保留银行贷款总额8%的资本储备：每借出100美元就要留存8美元的备用基金。这一规定适用于所有银行推出的所有公司贷款，评级机构将此作为投资级别评估，不考虑相关的精确风险。J·P·摩根认为这样的规定非常不合理。J·P·摩根的贷款都针对可靠的企业客户和国外政府，违约率非常低，每借出100美元就要留存8美元的备用基金似乎完全是一种资源浪费。那些贷款本身也没有非常高的收益，因为贷款的风险越高，银行向客户收取的费用才会越高。这样的规定严格限制了J·P·摩根业务的发展。

更糟糕的是，银行内部竭力增加收益的人们，除了要面对《旧巴塞尔资本协议》的规定外，还面临着一个令人头疼的内部问题。为了对抗违约风险，银行在各部门推出严格的信贷限额，严格限制风险。到1994年，汉考克的金融衍生产品团队因快速发展，通过掉期交易产生的风险额度达到近300亿美元，即将超过银行自己规定的限额，陷入作茧自缚的窘境。

如果银行可以找到转移账簿信用风险的办法，“信用限额”问题和“巴塞尔”问题就都迎刃而解了。这确实是一个诱人的前景。“如果我们能够实现这个理念，这一定是件大事！”德姆查克对他的团队说。

但是，可以发挥作用吗？在美林公司，康尼·沃尔斯特德的团队一年来一直都在反复把玩着这个理念。早在1991年，美国信孚银行的创新交易员彼得·弗罗因德和约翰·克里斯特尔就通过这些理念确确实实地完成了几次交易。因而，弗罗因德和克里斯特尔成为信用衍生产品真正的“创造者”或“先锋”。然而，或许有些讽刺的是，美国信孚银行却从来没有试图将自己独创的理念转化为大规模的银行业

务。当时，银行深受管理混乱之苦；而且，与其他业务相比，信用衍生产品的理念似乎也没有足够的收益可言，不足以吸引信孚银行的交易员投入大量的时间和精力推出面向大众市场的信用衍生产品。

然而，汉考克的团队却在经营各种不同的衍生产品。在J·P·摩根，薪资通常与个人所创造的收益挂钩。但是，汉考克让IDM的银行家们相信他们在努力获得具有长期价值的理念，哪怕确实是有一些急功近利。另外，汉考克的团队知道，如果他们“破解”了信用衍生产品之谜，就解决了银行的重大问题，一定会为他们赢得高度评价。因此，他们努力推动自己的事业，“他们说需要乃发明之母，”费尔德斯坦后来微笑着这样说，“关于信用衍生产品，我们都知道确实需要发展，这确实是必须处理的问题。因此，我们都在想办法。”



布莱思·马斯特斯热切地想要找到保证信用衍生产品发挥作用的方法，后来，她在埃克森公司发现了机会。1993年，埃克森公司因瓦尔迪兹号油轮泄漏事件面临50亿美元的罚款，公司向J·P·摩根和巴克莱银行要求贷款48亿美元。埃克森公司第一次提出贷款要求时——J·P·摩根银行有责任在客户需要时提供贷款——J·P·摩根并不愿意拒绝，因为埃克森公司是长期客户。然而，这项贷款反映出资本要求和内部信贷限额两方面的问题。跟许多J·P·摩根的公司贷款一样，这笔货款只有很低的利润，却攫取信用，挑战限额，还要求留存大笔的资本储备。理论上，银行可以把贷款转卖给第三方避开风险，也确实有买卖此类贷款的市场，但是，那样做会破坏银行的客户忠诚度。

马斯特斯认为她能够找到解决方案。1994年秋天，她联系了欧洲重建和发展银行（EBRD）的官员，想看看是否可以找到一个方法，以摆脱与埃克森公司交易产生的信用风险，但是没有卖出这项风险贷款。她猜测欧洲重建和发展银行会有兴趣，因为双方存在互补需求；

欧洲重建和发展银行持有大量信贷，可以向信用度高的公司提供贷款，而且它同样也在急切地寻找投资回报更高的项目，因其受到严格制约远离高风险贷款，所以总的收益也比较低。

马斯特斯提出，J·P·摩根每年向欧洲重建和发展银行支付一定费用，而欧洲重建和发展银行则承担埃克森公司附带的信贷风险，有效保证J·P·摩根没有贷款风险。如果埃克森公司违约无法偿还，欧洲重建和发展银行承担J·P·摩根的损失；但是，如果埃克森公司没有违约偿还贷款，则欧洲重建和发展银行会取得不错的收益。欧洲重建和发展银行应该会对此持有兴趣，马斯特斯这样推测，因为埃克森公司违约的可能性非常小。按照金融衍生产品交易方案，贷款不转移到欧洲重建和发展银行的账下，而是依然保留在J·P·摩根的账上，因此J·P·摩根可以在维持客户关系的同时，不占用内部信贷额度。

欧洲重建和发展银行的主管安德鲁·唐纳森表示认可这一理念。他同样认为埃克森公司违约的可能性不大，而且稳定的收益对他有强大的吸引力——所得收益大大高于他在其他高利率的债券或贷款上的收益。“看起来确实是一个双赢的解决方案。”唐纳森后来回忆。正如所罗门兄弟公司早期在IBM和世界银行之间安排的利率掉期交易那样，埃克森公司的项目正是以一种适合双方的方式将风险进行了明智的转移。

长达几周的时间，马斯特斯不停地从纽约打电话到伦敦，与唐纳森——还有一队律师——共同制定交易的法律条款。大部分金融领域都有成熟的规则限制具体的交易项目，但是，信用衍生产品的理念十分新颖，相关规则只能在匆忙中快速推出，马斯特斯在创造着历史。没有人十分清楚应当付给欧洲重建和发展银行多少钱，抑或该怎么命名这个“产品”。然而，交易最终还是完成了，而且被冠以“信用违约互换”的名称，随着业务的不断增加，后来简称为CDS。

汉考克和他的团队欢欣鼓舞。埃克森公司的交易表明基础信用衍生产品可以进行交易，而且那次交易也不是唯一的。就在马斯特斯与欧洲重建和发展银行商讨交易事项的时候，伦敦温特斯团队的英国银行家罗伯特·里奥克与花旗银行资产管理部门也达成交易，转移了比利时、意大利和瑞典的政府债券风险。无论如何，他们完成的交易一方面是银行进行的独立交易；另一方面是将这些交易转化为完全成熟的业务，像汉考克一直期待的那样实现大笔赢利。因此，1995年整整一年，汉考克的团队都在努力攻克各种重大障碍，实现了衍生产品交易质的飞跃。

其中的一项努力是确保内部商业贷款团队和监管机构相信金融衍生产品的理念是正确的。这样做可以促使银行大力发展掉期交易业务。而且，他们必须推出将CDS交易“工业化”的方法，以便更快开展大量交易。这支团队希望调查的另一要事就是在避开贷款风险的情况下，银行是否可以降低要求的资本储备。那样的话就意味着一笔数额可观的潜在收益，因为原本大量的资本储备金从此可以自由使用，用来获取利润。构想是这样的：信用衍生产品可以促使J·P·摩根——以及所有其他银行（在适当的时候）——精确调整风险负担，摆脱存在已久的约束，腾出大笔资金，彻底变革银行业乃至整个经济的当前形势。

马斯特斯和德姆查克早已秘密开始拜访美国监管机构。有两大机构负责监管衍生产品的交易：在纽约和华盛顿是美联储；华盛顿还有货币监理署（OCC）。这两大机构都没有花大量时间研究信用衍生产品的理念。毕竟，在起草《巴塞尔协议》或其他美国金融规则的时候，这一理念还没有诞生。然而，这并不代表这两大机构在J·P·摩根开展大规模交易的时候不会严肃介入。马斯特斯和德姆查克提出了关键问题：如果银行使用信用衍生产品转移违约风险，监管机构可以允许他们降低资本储备吗？

情况开始有了好转。新的十年开始的时候，监管机构遭遇了储蓄和贷款灾难的困扰，直接认识到集中贷款风险的危害，这是S&Ls（储蓄与贷款协会）犯下的重大错误之一。后来，许多监管机构在了解到可以开发出分散风险的工具后非常高兴。其实，美国监管机构的一位资深人士对衍生产品的理念非常感兴趣，在他得知马斯特斯正在进行的工作后，曾主动打电话询问详细情况。“我阅读了相关的详情后，觉得这一理念是我接触过的最具创新性的理念之一，真不错！”他后来说。

果然，在1996年8月，美联储发表声明，允许银行使用信用衍生产品，同意降低资本储备。马斯特斯、德姆查克和汉考克都激动不已。

就在他们不断努力的时候，德姆查克和团队中的其他人就专注地展开了内部游说，努力把这一理念灌输给同事们，特别是贷款负责人。事实证明，在某些方面，说服同事比说服监管机构还要难。在20世纪80年代末到90年代初，掉期交易团队的疯狂行为激起了银行商业贷款部门资深员工的不安。德姆查克宣布要彻底改变商业贷款的模式时，那些传统的银行家们表现得更为焦灼不安。

为了加强衍生产品的认可度，德姆查克公布了大量的支持数据。这些数据来自对韦瑟斯通开发的原始VaR理念的重大创新转变。20世纪90年代初，J·P·摩根的量化专家改进了他们的量化工具。VaR理念的最初版本主要是关于市场风险评估的。然而，到20世纪90年代中期，J·P·摩根的分析师们同样使用类似的理念分析非贸易性贷款的风险，后来还对债券和其他资产相关的风险数据进行比对。其基本理念就是着眼银行账簿上的所有资产，计算出银行的哪个部门在规避风险的同时能产生良好收益——抑或没有收益。这项分析的意义有着警示作用。到1995年，多达4/5的银行资本每年的收益不到10个基点，即一美元只能产生0.1美分的收益。产生较高利润的业务部门，如金融衍生产品部门，经常面临资金短缺的问题。银行的资本确实没有用于获取

本来该有的利润上，更不用说股本回报每年达到银行自身确立的20%的目标。“我们必须改变经营方式！”汉考克一次次地强调，他认为如果银行不作出对应的变革，就是在饮鸩止渴。

然而，德姆查克和汉考克越是努力地推动改革，商业贷款部门的负责人就越是难以控制。他们的工作就是评估贷款风险，而且他们依然非常看重发展公司关系和良好声誉的优势，以及德姆查克用以得出相关数据的数值计算。德姆查克的热情不起作用，尽管他总是和蔼可亲，但也发现自己无法迁就笨蛋。他们越是反驳他的观点，他的评论就越是尖刻辛辣。“这些家伙就是守旧落伍的恐龙！”他愤怒地在团队中对大家咆哮。贷款负责人对德姆查克毫不客气地反击，叫他“黑暗中的魔鬼撒旦”，因为他似乎是在疯狂推出空想计划。而汉考克被当做黑暗计划之王。

在几个月的时间中，双方陷入僵持状态。最后，1997年7月，一次意想不到的转折终于打破了僵局。那年年中，亚洲金融危机爆发，商业贷款部门在那里的贷款遭到了严重的违约损失。新上任的首席执行官道格拉斯·A·沃纳（人称桑迪）倍感压力，他于1995年接替韦瑟斯通担任首席执行官，决定采取措施提高银行的利润。日渐清晰的事实是——正如汉考克和德姆查克长期以来抱怨的那样——银行的利润水平一直低于竞争对手，这些损失对银行来说是很大的挫折。于是沃纳决定鼎力支持信用衍生产品的发展。

他授权汉考克负责管理固定收入业务和商业贷款部门。这是古板的J·P·摩根银行迈出的崭新一步，因为此前几乎没有其他西方银行曾试图将贷款、债券和金融衍生产品业务合并为一个部门。后来，汉考克安排德姆查克管理贷款账簿。黑暗中的魔鬼撒旦如今大权在握，终于可以按照自己的梦想重塑银行的信用风险。

然而，在汉考克的团队开展变革的路上障碍依然存在，而且是由来已久的障碍。他们依然没有找到快速处理大量交易的方法；把CDS交

易工业化，将其从家庭手工业转化为大规模生产经营。



至关重要的问题最终理出了头绪，它被冠以奇怪的名字“BISTRO”（小酒馆）交易（尽管银行家们后来给这一理念起了一个更为怪诞难解的名字：“组合担保债务凭证”）。这个主意是经过几个月的激烈争论和实践才推出的。到20世纪90年代中期，汉考克的团队对信用衍生产品如何大规模经营持有两种观念。在伦敦，比尔·温特斯倾向于努力推出银行家们叫做“流动市场”的理念；提倡找到一种方法，可以让信用衍生产品像买卖股票那样方便客户和投资者参与，甚至要求成立交易所。“高定位、低售价！”温特斯团队中的年轻交易员蒂姆·弗罗斯特有时候打趣地这样描述。他完全相信可以找到金融衍生产品大规模经营的方法，而且在推动这一梦想方面有着“无所不能”的勇敢精神。

然而，纽约的德姆查克率领的团队则更喜欢以一种不同的理念彻底改变市场。根本来讲，就是将许多交易打包，集中所有风险，而后通过整体风险控制推出金融衍生产品，而不是贷款掉期交易。

汉考克的团队面临的重大问题是如何打包所有贷款。这些贷款涉及拥有不同信用记录和业务前景的各种公司，因此要让投资者对购买打包产品所附带的风险水平深有把握。如果投资者不能一一分析相关的所有贷款所附带的违约风险，就像欧洲重建和发展银行可以确保埃克森公司的违约风险那样，他们怎么能放心交易呢？汉考克他们对这个问题的解决方案是将金融衍生产品的交易与“证券化”相结合。几年来，瑞士银行、国民西敏寺银行和大通银行在担保风险方面的尝试都以失败告终。BISTRO计划其实也部分利用了他们的理念——但是，通过彻底的改造和再打包实现了改头换面。

这次重大突破的核心是证券化的理念，这一理念在掉期交易之前就已经诞生。早在20世纪六七十年代，就大量出现了证券化的趋势，当时一些银行为了将投资组合多样化，开始面向外部投资者出售抵押贷款。买方无须真正进行贷款、购置任何基础设施，即可在抵押业务中大笔获益。它确实是一个双赢的方案。

然而，这些销售非常费时，投资者希望仔细审查贷款的详情，以防违约风险。因此，银行家们提出了将许多贷款打包的观点，这样就把有问题的贷款附带的风险分散到整合打包的项目中，如果其中某项抵押贷款的借款人违约，则相关的损失可通过其他表现良好的贷款取得的收益来弥补。

随着时间的推移，银行家们认识到他们可以使用组合贷款产品中抵押贷款偿还的现金流产生更多可观的收益。如果他们发行证券，如债券，就可以使用抵押还款的现金支撑那些证券——例如，利用那些现金定期向债券持有人付款——而且，总的来说，他们可以通过抵押还款和证券销售两方面赚钱。这就是后来所说的抵押担保证券——再后来叫做证券化——而且开始繁荣起来。

后来，这些证券相关的交易融入了德姆查克团队现在批判的主要理念。他们发现可以将出售的证券产品划分为几个“部分”，每一部分代表一个不同的风险级别以及对投资者的回报级别。风险最高、回报最高的划分为“次级”；风险和回报居中的划分为“中级”；风险最低、回报最低的划分为“高级”。具体来讲是这样的，如果组合产品中发生抵押贷款违约，对应的损失首先通过次级证券弥补。如果损失过高，次级证券无法弥补，则中级证券投资者分担部分损失。

投资高级证券的投资者几乎从来不会遭遇损失，因为同时发生多项违约的概率非常小。正如房子遭遇洪水那样，洪水首先侵入地下室，而屋顶还是安全的。违约损失首先波及次级债券和中级债券——夺走债券持有人的预期收入——而高级债券总是安全的，除非真正发

生大的灾难。由于遭遇损失的风险较大，次级和中级债券的回报份额也较高，而高级债券因风险极低回报也非常低。

这种打包、分级方法的吸引力在于投资者可以选择他们想要的风险等级。而且投资者通常愿意为了方便而支付小额费用，让他人定制适合自己的风险等级，这样一来，银行通常可以按照高于抵押贷款总额的数目售出完整的债券产品。该理念类似于比萨店的销售风格，将一张8美元的比萨分为8份，每份售价1.25美元。客户有时候愿意花更多的钱买相同数量、不同风味的产品，无论是购买比萨还是风险都是这样。

20世纪80年代，银行家们将“切分”抵押贷款的理念应用到公司债券和贷款上。然而，后来德姆查克和他的团队更进一步，将其应用于信用衍生产品。这个理念不是利用不同抵押贷款的投资组合，将其中的一份卖给投资者；而是售出信用衍生产品组合合约，确保避开违约风险。用金融术语解释是这样的，将30份不同的家庭保险合同打包组合，说服作为外部投资者的更大财团担保损失可能波及30个家庭的风险。

然而，如同在早期的抵押债券交易中，担保“保险”——或信用衍生产品合约——的投资者可以选择风险等级那样，想要大笔投注的投资者愿意在发生少数合同违约的情况下支付第一笔索赔资金。想要比较安全地投资的投资者可以担保中级风险债券。比如，在损失达到5 000美元到100 000美元之间的时候，支付集体保险计划。“最安全”的就是高级债券，只有在索赔——或损失——大规模扩散，其他投资者都被迫出局后，投资人才需要支付违约损失。这就是不同的风险级别划分。

为完成这项计划，德姆查克的团队还决定借鉴抵押证券化方面的方法。银行广泛应用的一个做法就是推出空壳公司，专门用于购买抵押产品组合和相关的证券。这些公司通常被称为特殊目的公司

（SPV），而且一般都位于离岸司法管辖区，例如开曼群岛和百慕大，以确保不会被征收美国规定的税款。德姆查克的团队决定成立这样的特殊目的公司，扮演欧洲重建和发展银行在埃克森公司的掉期交易中的作用。这些空壳公司可以“保障”J·P·摩根的整个贷款组合的风险，只需J·P·摩根向特殊目的公司支付一定费用，特殊目的公司就同意支付J·P·摩根的所有违约损失。同时，特殊目的公司可以周转资金，以被划分为次级、中级和高级的债券形式向投资者销售部分风险。

这项计划真正吸引人的地方是德姆查克的团队计算得出：要筹集资金保障所有风险，特殊目的公司只需向外部投资者售出少量债券。通常，人们期待特殊目的公司“完全提供资金”，即必须售出保障风险的所有债券。但是，J·P·摩根的团队推算认为没有必要完全提供资金；违约的资金数额非常之低，大部分资本无须用来应对损失。

德姆查克的团队满怀激情地将那些理论付诸实践。从开始，他们就决心追求完美。“我们要做100亿美元的交易！”德姆查克和他的团队这样宣称，他喜欢庞大的整数。他们整合了J·P·摩根登记在册的担保风险涉及的307家公司，总额达97亿美元。后来，成立了一家空壳公司，他们计算认为这个公司只需售出7亿美元债券即可向J·P·摩根支付要赚取的份额——不到担保风险总额的8%。这一点就像保险公司只收取75 000美元保险费，就为价值100万美元的房产承保那样。

然而，安全起见，德姆查克决定特殊目的公司投资7亿美元的AAA级国债，以便在需要的时候，资金可以确保到位。这样超级安全的投资计划还有助于确保投资者相信这项计划是合理而正确的。

接着，德姆查克的团队开始联系穆迪信用评级机构，要求取得该机构的支持，这样他们才能让投资者信服。德姆查克的团队花几个月的时间与评级机构展开激烈的争论，就像国民西敏寺银行、瑞士银行和大通银行的银行家们之前在完成早期的证券化计划的时候那样。评

级机构的一些负责人员表示担忧，认为7亿美元不足以确保数额高达约100亿美元的贷款的安全，提出对这个计划进行轻微调整。然而，J·P·摩根的负责人员表示，评级机构本身的数据就可以说明大规模违约的概率非常之小，可以说是微不足道。实质上，J·P·摩根所做的一切就是使用穆迪推出的违约处理模型——并且按照逻辑最大限度地进行发挥。所以，最后经过大量的反复协商，评级机构决定接受J·P·摩根的论证，同意7亿美元的债券组合，而且2/3的公司都给予了非常重要的AAA的评级，其余的给予了Ba2级别。

1997年12月，当大多数纽约金融机构都在准备过圣诞假期的时候，德姆查克的团队终于推出了他们的创新产品，可是它的名字却不怎么好听——“广泛的指数信托提供担保”（Broad Index Secured Trust Offering），简称为BISTRO。他们抱着很大的期望开始销售债券，解说的过程让一些投资人目瞪口呆。“似乎是科学实验，有那么多箭头！”一位深受困惑的基金经理这样打趣地说。然而，马斯特斯非常善于营销，她以一种近乎传授福音般的热情不厌其烦地向潜在客户说明这一计划。她的努力取得了成果，几天之内，他们的团队就将7亿美元的债券全部售出。其实，当时客户热情高涨，马斯特斯由此认为还可以完成更多这样的交易。

德姆查克的团队欢欣鼓舞，他们认为自己取得了金融版的圣杯。这样他们一举就将银行账簿上的信用风险大规模地转移了，而且很快就缓解了J·P·摩根银行在内部信用限额方面的一些压力。德姆查克的团队还希望监管机构在有机会检验这项计划后，可以同意银行减少资本储备。但是监管机构还要面临更大范围的经济环境，不仅仅是J·P·摩根，而是整个金融系统。

如果现在可以如此轻松地将银行账簿上的大笔信用风险进行转移，那么银行就可以很好地调整贷款组合。“5年后，评论家回顾信用衍生产品市场的诞生时，会将其视为一个分水岭，”马斯特斯非常认

真地这样说道，“信用衍生产品将从根本上改变银行定价、管理、交易、项目发起、分配、风险负担的方式。”她和同事们一样将其看做一种自我能力的证明，以这种方式转移风险取得的“效率增益”只会带来更好的金融环境，而且他们都以一种宗教般的激情支持着他们所做的交易。

“你在和这些人接触的时候，可以发现他们是真正信奉金融衍生产品的，”那段时间与BISTRO团队广泛接触的道琼斯记者葆拉·弗勒利希这样回忆，“他们认为自己是地球上最聪明的团队，是他们找到了克服（《巴塞尔资本协议》）规则的智慧方法，得以应对所有风险。他们为自己完成的工作沾沾自喜。”

第四章
奇迹诞生

BISTRO信用衍生产品交易迅速流行起来。1998年初，J·P·摩根掉期交易团队完成了第二笔100亿美元的交易，再一次“担保”了一笔巨额银行贷款和债券。那次成功促使掉期交易团队开始了产品营销之路。

日本的银行是第一批尝试新产品的客户。1998年，日本全面爆发银行业危机，动荡不安，大型银行都在急切地寻找降低风险的方法。那年夏天，掉期交易团队与富士重工、德国工业银行、大和银行及三和银行等一些借贷机构完成了几笔高达10亿美元的交易。之后不久，马斯特斯为匹兹堡的PNC银行设计了BISTRO架构。德姆查克对PNC银行非常了解，因为PNC是他家乡的一家银行，在20世纪90年代初期，他就帮助PNC重组了一些因利率陷入困境的衍生产品交易。大量的其他美国当地银行和欧洲银行都表现出对衍生产品的兴趣。欧洲银行通常不愿透露衍生产品交易涉及的贷款相关的客户公司名称，他们担心这些公司会发现银行通过购买保险规避贷款风险，导致客户丢失。然而，德姆查克的团队没有泄气，他们再一次对计划进行了微调，后来就不再公布交易涉及的贷款相关的公司名称，而且声称这样做是保护“客户隐私”的一种做法，即使重建银行的资产负债表，也坚持保护“客户隐私”。

其他银行也这样做。1998年初，瑞士信贷银行推出了BISTRO信用违约互换架构，法国巴黎银行也不例外。更多的美国和欧洲银行也纷纷仿效，促成了信用衍生产品交易的繁荣。到1997年12月，美国的银

行公布他们的此类交易数额高达约1 000亿美元。1998年3月末，这一数字在美国增长到1 480亿美元，全球范围内约3 000亿美元，而且仅J·P·摩根的此类交易就达到510亿美元。信用衍生产品市场一夜之间从家庭手工业转化为一个几百亿美元的风险进行交易的巨大市场。

德姆查克的团队又惊又喜。他们在开始构想衍生产品计划的时候，没有想到它会是一座利润的金矿。他们的目的是理性调整银行处理风险的力度，放宽对信用限额和资本储备的限制。但是，随着这一理念的发展，德姆查克的团队开始期待这些交易通过客户的可观投资产生巨额收益。银行内外，与创造BISTRO业务相关的人员，他们的地位和声誉都迅速提升。马斯特斯被提升为信用衍生产品营销主管，安德鲁·费尔德斯坦负责高收益贷款，德姆查克负责整个信贷部门；汉考克同样也得到提升，他被任命为银行的首席财务官和首席风险官，从而，在桑迪·沃纳退休后成为首席执行官候选人。

“信用衍生产品创造的行业机会、对客户的影响、全球信用市场的规模以及当前定价和流动资金方面的效率着实令人惊讶，”马斯特斯在1998年夏天的一次记者招待会上这样说，“银行管理信用风险方式的变更步伐已经达到这样的境界，我们甚至可以在两年前就自信地预言信用风险管理将在两年后完全发生变化。”

德姆查克早在项目初期就认定马斯特斯是推广衍生产品理念的最佳“面孔”。她的同事们有人对此表示愤愤不平，指出真正的灵感闪现还是来自费尔德斯坦、德姆查克抑或瓦里库特。马斯特斯本人有时候会担心风险突出的问题。但是，没有人否认她是一位精明的营销人员。“布莱思·马斯特斯从外表看更像J·P·摩根的实习生（10年前她确实是一位实习生），而不像信用衍生产品营销团队的主管，”一篇文章这样报道，“但是，从短短一分钟的谈话中你就可以发现，她确实拥有领导银行营销团队的知识和经验……有能力监管高达510亿美元的营销工作。”

在其他银行，这样的成功会伴随着巨额的奖金和薪资，然而，J·P·摩根支付的薪资相对较低。1998年，他们的薪资高于其他银行的普遍水平，但依然没有竞争对手的员工所得的薪资丰厚。那一年，许多人至少赚到50万美元，不少人的收入超过100万美元。猎头盯上了J·P·摩根的员工，如果他们愿意跳槽，可以得到薪资两倍、三倍或四倍的增长。“银行外面到处都停着猎头的车，”德姆查克后来回忆说，“有人甚至拿来其他银行的聘用合同，期待摩根的员工可以签字。”

然而，几乎没有人跳槽离开，团队精神还是非常强大。1998年夏天，交易非常火暴，整个团队的成员在醒着的时间都形影不离，他们要么伏案处理交易，要么长时间工作后到酒吧放松精神。银行的其他部门有一个历史悠久的传统是经纪方带交易方参加一些晚宴活动。信用衍生产品团队因其业务刚刚推出还没有这样的传统，因此，BISTRO项目组的员工就自己组织这样的活动，前往哈里酒吧、Bull & Bear酒吧或华尔街的酒吧，有时候会去大西洋城疯狂地赌一个晚上。在温和的夏日周末，他们驱车到长岛，马斯特斯和德姆查克都大方地在海滨酒店挥霍丰厚的薪水。他们总是在一起。“我们一周7天24小时待在一起，简直不可思议。”特里·杜洪后来回忆道。一些人因此影响了家庭生活，导致婚姻破裂。

在办公室，这支团队日渐显示出自己独有的特征。只要一有时间可以从交易工作中脱身，他们就在交易大厅进行比赛，比谁的飞盘或棒球扔得最远，而后再匆匆回到座位上对着电脑工作。有一次，马斯特斯提出想来一次“领结”日，结果大家就都带着各种便宜却五彩缤纷的领结来上班，银行其他部门的同事都非常吃惊。

他们的“胡闹”日渐疯狂。有一次在通宵安排交易，结束辛苦的工作后，一位交易员居然只穿着内衣“透风”。还有一位销售员居然在银行的内部销售报告中，开始将著名足球明星的名字作为他客户的

绰号。某一天，监管机构突击检查，要求查看账簿时，德姆查克只好解释“贝克汉姆”为什么买进大笔的BISTRO债券。

其他部门的同事有时候会抱怨他们太荒唐了，德姆查克开始变得“粗鲁”，整个团队的行为越来越像同住一屋的联谊会成员。德姆查克对这些抱怨置之不理，抨击说那只是出于忌妒的说法。他没什么可担心的，他知道他的团队一定是完全忠实于他、汉考克，忠实于更重要的决心变革信用衍生产品的使命。“确实，有时候是有些‘博爱文化’的味道，”德姆查克后来带着神往的微笑回忆道，“但是，我们有一种神奇的团队精神，那真是一段美妙的时光。当然，我们认为会永远那样下去。”



BISTRO理念的架构初现结构性缺陷是在1998年后半年。那年年初，马斯特斯和德姆查克不断烦扰监管机构，试图努力争取银行在施行BISTRO计划时可以缩减资本储备的额度，期待得到一个明确的答复。他们在不确定具体资本储备额度要求的情况下完成了最初的几笔交易。毕竟，在资本“赢利”之外，银行还有其他更加根本的理由要求重组信用风险。但是，德姆查克的团队开始接手其他银行的交易时，资本储备的问题就变得更为重要。其他银行进行这些交易主要是为了缩减资本储备。

1996年，美联储向银行界发出关于信用衍生产品的第一封正式函件，提出银行在确实消除了账簿中的贷款风险的前提下，监管机构允许银行降低资本储备。德姆查克和马斯特斯决定推动美联储和货币监理署批准降低信用衍生产品组合资本储备的准则，不只是在J·P·摩根，而是在所有其他银行都这样做。

监管机构依然犹豫不决。货币监理署和美联储的官员第一次听说信用衍生产品时，就对银行努力管理风险的理念表示支持。但是，他

们还是有些不放心，因为新型衍生产品并不是完全适用于任何现有的监管规则。他们尤其没有把握的是，怎么可以用很少的资金担保J·P·摩根的创新产品附带的损失。最初的BISTRO交易规定，如果金融界的世界末日来袭，7亿美元的担保金全部用来赔付，而J·P·摩根自身则承担相关损失。在马斯特斯和德姆查克看来，那依然意味着银行排除了实际可能发生的所有信用风险，耗尽7亿美元损失的可能性非常之小。事实上，根本没有真正的风险和真正的负债。任何情况下，汉考克都喜欢争辩说担心出现大规模违约是很滑稽的事情。如果企业遭遇耗尽7亿美元担保金的违约金融海啸，那么这样的灾难可能早已摧毁半数的银行系统了。他坚持认为，银行总是假设可能发生小行星撞击华尔街的金融灾难是没有意义的。

他的观点没有得到欧洲监管机构的支持。美联储的官员也同样不能接受。美联储高级官员克里斯蒂娜·卡明指出，如果马斯特斯和德姆查克希望降低资本储备，应当想办法消除或保障BISTRO计划中没有资金储备的那部分风险。

因此，马斯特斯和其他同事开始寻找解决方案。他们首先要给这一风险组合命名，一直以来他们都没有以任何标准方式描述这个风险总量。马斯特斯希望叫做“超过AAA级的风险”，因为这一风险组合比评级为AAA的公司更安全。但是这个名字显得累赘，不适合营销。因此，他们想到了“超级风险”这一名字。下一步就是找到愿意购买或担保这一风险的买家。

这项任务并不轻松。马斯特斯后来说，根本没有那么多人愿意主动购买，因为利润相对较低。正如银行所担忧的，这项风险根本不是什么真正的风险，因而完全没有意义花许多钱去担保。最重要的是，购买或担保超级风险的人首先必须有勇气跨入一个陌生的领域。

马斯特斯最后推出了这个令人头疼的超级风险的解决方案。过去几十年中，J·P·摩根的长期蓝筹客户之一是强大的保险公司美国国

际集团（AIG）。与J·P·摩根一样，美国国际集团也是美国金融机构的支柱。20世纪初，美国国际集团的承保人在亚洲市场建立了强大的专营权，成为业内佼佼者。后来，专营业务扩展到美国，它成为“二战”后美国经济的强大力量。人们都认为美国国际集团不同寻常，但确实是可靠的市场参与者，如同J·P·摩根，美国国际集团有着令人垂涎的AAA级信用评级。

在美国国际集团内部，企业家新贵大受欢迎。20世纪80年代末，美国国际集团雇用了之前在德崇证券工作的一些交易员。德崇证券倒闭之前，于20世纪80年代中期，推出了声名狼藉的垃圾债券，直接领导人是迈克尔·米尔肯。新来到美国国际集团的前德崇证券公司各位交易员的任务是开发资本市场的业务，即美国国际集团金融产品，主要集中在监管体制相对宽松的伦敦。来自布鲁克林、说话强硬的交易员约瑟夫·卡萨诺负责开发美国国际集团的金融产品。

卡萨诺善于创新，有胆识，有抱负。更重要的是，美国国际集团本身是保险公司，不必像银行一样承担巨额的资本储备压力。即如果美国国际集团保障超级风险，它无须进行资本储备。没有承保人愿意应对监管机构的苛刻管制，尽管美国国际集团的保险业务由国家保险集团监管，但其子公司AIGFP（AIG Financial Product）却缺乏真正的监管。美国储蓄机构监理局（OTS）监管美国国际集团的业务，但监理局负责人员本身对前沿的金融产品知之甚少。

马斯特斯努力争取卡萨诺的支持，说服美国国际集团承保J·P·摩根的超级风险，可以通过证券购买的方式，也可以仅仅签署信用衍生产品合约确保摩根不会遭遇损失。卡萨诺爽快地答应了，他后来注意到这项保险称得上“分水岭事件”。“一直和我们有工作往来的J·P·摩根找到我们，要求我们参与他们叫做BISTRO的交易，这项交易是CDO（担保债务凭证）交易的前身。”对美国国际集团来说似乎是不错的业务。

美国国际集团承保这项保险的收益相对来说微不足道，一年中1美元的收益只有0.02美分。但是，我们需要这样来看，如果0.02美分增长几十亿倍，那就是非常可观的收入，特别是这项交易无须资本储备。金融衍生产品的神奇力量再一次促成了“双赢”的解决方案。只是许多年后，事实才清楚地证明卡萨诺接受的这项交易险些把美国国际集团送上黄泉之路。



德姆查克的团队在完成美国国际集团承保超级风险的交易后，来到监管机构报告说他们找到了消除BISTRO交易中的信用风险的方法。接着，这支团队便开始向其他保险和再保险公司继续设法销售超级风险。保险公司争抢着购买，不但购买J·P·摩根的信用风险，而且纷纷从其他银行购买。

然而，具有讽刺意味的是，随着这项业务的不断发展，监管机构又一次开始干预。美国储蓄机构监理局和美联储的负责人员向J·P·摩根指出，经过认真思考，他们认为摩根完全无须消除账簿上的超级风险。马斯特斯和其他人进行的长期游说看来总算没有白费。然而，监管机构不会让J·P·摩根完全不受约束；如果他们的账簿有超级风险，需要留存常规资本储备的20%（或者说，8%的20%，即账簿中每100美元需留存1.6美元作为资本储备），而且还有一些其他条件。

只有银行证明交易涉及的超级风险确实不会违约，而且通过BISTRO架构发行的债券拥有“国家认可的信用评级机构”的AAA评级，才可以降低资本储备。这些都是严格要求的条件，但是J·P·摩根可以做到。监管机构在资本储备方面让步的意义非同小可。

监管机构的通常要求是，银行每发放100亿美元的公司贷款，就需要在账簿上留存8亿美元的资本储备，而现在只需留存1.6亿美元。CDS理念终于圆满战胜了巴塞尔规则。战绩如此漂亮，一些银行家开玩笑

说“BISTRO”其实代表“BIS Total Rip Off”（彻底打倒BIS），BIS指国际清算银行，监管《巴塞尔协议》执行的机构。

德姆查克的团队确实有一阵子不再将J·P·摩根账簿上的超级风险进行转移，但是，比尔·德姆查克依然放心不下。超级风险额度居然已经积累到一个惊人的数目，因为银行在安排与客户进行CDS交易的时候，通常在内部资产负债表上记录交易的超级风险数额。理论上，没有什么理由需要担忧。毕竟，汉考克、德姆查克和马斯特斯都反复告诉监管机构超级风险是安全的。然而，到1999年，超级风险总额居然膨胀到1 000亿美元。德姆查克的常识发现如此巨额的风险绝不是小问题。“如果一个人60岁了，不必说1 000亿美元保留在他的资产负债表上有多么可怕，即使几十亿美元，都是非常大的数目，”他对团队的员工们这样讲，“我认为不能再无视巨额数字，无论具体数目是多少。”

德姆查克一次又一次地与商业贷款部门“守旧落伍的恐龙”战斗，为他们解释风险评估模式，证明银行在错误地管理风险。然而，即使在他努力倡导这些模型的时候，他都从来没有想过这些模型正是需要的指南。这些模型如果不是必不可少，至少也是非常有用的，对金融模型有着巨大的指导意义；但无论经过怎样的精心设计，它们都不会是一直正确的。这些模型的重要性只是与其中相关的数据和支持相关计算的假设的重要性一样而已。

德姆查克非常清楚BISTRO交易涉及的风险模型是有局限性的。一个最难以解决的问题是“相关性”的问题，或者说任何指定的贷款组合中各项违约之间的相互牵连程度。试图预测相关性的做法有一些类似于计算一袋苹果会有几个烂掉。如果在几周的时间中，一直留心观察几百个没有放在一起的苹果，可能会知道有一个苹果会烂掉——或者不会烂掉。但是，如果这些苹果装在一个袋子里呢？如果一个苹果发霉，其他的也会腐烂吗？如果会，是多少呢？会在多长时间中烂掉

呢？同样的疑问困扰着企业。J·P·摩根的统计员知道公司发生违约的事情也是互相关联的。举例来讲，如果一家轿车企业陷入违约状况，这家企业对应的供应商也可能破产。然而，如果一家大型零售企业倒闭，其他零售集团则可能因此获益。相关性是双向的，计算公司组合中的相关性趋势是极其复杂的。因此，统计员所做的工作其实是研究企业违约和资产价格的历史相关性，以相同方式推出对当前情况的假设模型。

人们认为这一假设没有特别的风险，因为企业违约的很少，起码J·P·摩根选择进行交易的企业违约的不多。例如，穆迪在组合第一笔BISTRO交易的公司时，预测每年会有0.82%的公司违约。如果那些违约没有相关性，或相关性很小，则10%的公司违约——违约数额可能会吞噬7亿美元的资本储备用以弥补损失——这样的可能性非常之小。这就是为什么J·P·摩根宣布超级风险非常安全，为什么穆迪将许多BISTRO债券评级为AAA级的原因。

然而，事实是关于相关程度的假设只是人类的猜测。德姆查克和他的同事们非常清楚，如果实际相关率高于统计员的假设，就会导致严重的损失。例如，如果少数几家公司出现违约，那么大部分其他公司也会违约吗？发生这样的连锁反应的违约数目是未知的。或许少数几家公司违约不会引发连锁反应，但是如果有十家公司违约——而且都是重要的经济参与者——则违约的悲惨现象就会扩散，摧毁整个组合。

德姆查克从来没有目睹过那样的事，而且那似乎是遥遥无期的事，但是即便只有一点点的可能性，德姆查克也不希望坐以待毙，眼睁睁地看着1 000亿美元的巨额资产打水漂。那样是极其不明智的。因此他决定安全行事，告诉他的团队需要想办法再次降低超级负债，无论监管机构有没有这样要求。

支持这一做法，银行需要付出巨额资金，因为必须向美国国际集团或其他机构付款保障风险，而且十年的时间中累积的交易促使这笔费用大幅提高。J·P·摩根与美国国际集团完成的最初几笔交易中，1美元每年的风险保障只需0.02美分，或者用银行业的术语来讲就是两个基点，而到1999年，价格也不过是接近11个基点，但德姆查克还是决定他的团队要谨慎从事。



与此同时，德姆查克的团队遇到了BISTRO理念的第二个更加让人担忧的潜在问题。随着创新周期的发展和CDS交易收入的下降，比尔·德姆查克要求大家探索新的BISTRO理念，可以通过结构方面的变革、增加新型贷款或其他资产组合的方式进行。抵押贷款是他们决定尝试的一种贷款。

特里·杜洪负责创新探索工作。1998年，德姆查克要求她管理记录着大量CDS交易的所谓怪异账簿。仅仅在10年前，杜洪还是一名路易斯安那的高中生。她告诉自己的亲戚要在一家银行上班时，大家都认为她是去做出纳，而现在，她管理着数百亿美元资金。她的专业是数学，但即便如此，在想到负责一项全新的创新探索工作时，不说有点可怕，也让她觉得有点惊叹。“那是一段紧张而不平凡的经历。”她后来这样回忆。

杜洪任职一年后，得到德国大型银行巴伐利亚银行的消息，希望通过BISTRO架构消除巴伐利亚银行在美国的140亿美元抵押贷款的风险。她和大家一起讨论是否接受这项业务，因为与住房贷款相关的项目不是J·P·摩根长期以来一直在做的。银行从来没有真正开发过抵押贷款方面的业务，有几次尝试抵押债券交易的经历，结果也都不尽如人意。举例来讲，20世纪90年代初，J·P·摩根曾打破传统，聘用外部团队交易抵押债券。结果那支团队损失巨大，只好解散。J·P·摩根的高级管理层认为那是一次有益的教训，让他们知道了抵押贷款

的风险是很难判断的。然而，杜洪了解到一些竞争对手的确在进行抵押风险的CDS交易。因此，她的团队决定接受与巴伐利亚银行的这次交易。

就在杜洪与几位量化分析师谈及自己的想法时，问题就出现了。1997年末，J・P・摩根推出了首只BISTRO债券，银行当时审核了其中打包重组的所有贷款的各类数据，投资人也进行了同样的审核。因为银行认真挑选了307家公司参与那次交易，而且，其中的许多公司都是几十年来一直和银行保持着业务往来，有大量数据可以证明它们在各个不同经济周期中的表现。因而，J・P・摩根的统计员——和投资人——可以很有信心地预测违约的概率。

而抵押贷款却完全不同。一方面，抵押贷款通常被整合到完全匿名的贷款组合，因而银行在向外部投资者卖出抵押贷款组合的时候，从来不会公开借方的名称和信用历史。投资人只能凭借贷方提供的数据了解借方的违约风险，或者借助评级机构的判断。糟糕的是，杜洪在查找过去几次经济周期中的抵押贷款违约记录时，发现根本就没有这样的数据可查。

20世纪后半叶，美国企业经过几次盛衰周期的洗礼，住房市场一直稳步上升。有些地区也遭遇了下滑。例如，得克萨斯州的房产市场在20世纪80年代末的储蓄和贷款大崩溃中就曾一度下滑。然而，“二战”后，美国从来没有出现过全国范围内的房价下跌。上一次房价整体大跌是在20世纪30年代的大萧条期间。

相关数据的缺失让杜洪深感焦虑。银行家在收集各种模型预测违约的时候，都希望得到盛衰周期中相关的各类数据。没有这些数据，就不可能知道违约是否有相关性、在什么情况下应当远离某一城市中心区域或某些区域的房产，以及什么时候可能发生全国范围的违约。杜洪心里明白，她没有办法找到抵押贷款方面的相关信息。那就是说，她要么根据一个区域的数据推断全美范围内的情况，要么对违约

的相关性作出更多假设。她和数学天才克里希纳·瓦里库特以及其他量化专家一起讨论该怎么办。

瓦里库特是团队中有名的严肃对待风险之人。他凡事追求正确、事无巨细、固执己见，他固执而小心翼翼的作风有时会让同事们非常生气，因为大家都急于完成一桩桩交易。但是，德姆查克一直都很维护瓦里库特。“只要有人对着瓦里库特大喊，让他心烦意乱，德姆查克就会大怒。”团队中的一位同事后来这样回忆。瓦里库特对抵押贷款的判断非常明确：他找不到什么办法可以有把握地跟踪违约的潜在相关性。他说，这样一来，就不能对整个贷款组合的违约风险进行准确评估。如果抵押贷款的违约没有相关性，则抵押风险的BISTRO架构就是安全的；但是如果高度相关，危险就可能是灾难性的。没有人知道具体情况是什么。

杜洪和同事们都不愿意直接拒绝巴伐利亚银行的请求。客户非常希望达成交易，即便在了解到这一模型的不确定性之后也没有退缩，因而，杜洪以自己能够做到的最佳预测开始准备交易事项。她使用得克萨斯州的S&L数据为指标，推测美国抵押贷款市场发生整体灾难的情况。为了应对不确定性，她的团队决定筹集更多资金作为担保金，这样一来，这笔交易对J·P·摩根就没有多少利润可言。杜洪的团队还是要避开风险的。尽管需要的只是小心谨慎，杜洪还是认为不必再进行更多这样的交易了。抵押贷款风险充满未知性。“我们不能放心进行交易。”马斯特斯后来说。

后来的几个月中，杜洪从小道消息得知其他银行在做抵押贷款的CDS交易，她想知道其他银行是如何处理她和瓦里库特非常担忧的数据不确定性的。他们找到更好的方法可以跟踪相关性问题了吗？他们在抵押贷款交易方面经验丰富吗？她无法得知这一切。因为CDS市场比较混乱，交易详情无从得知，她在其他银行也没有良好的情报资源。与

德姆查克团队中的大部分成员一样，她的整个职业生涯都在J·P·摩根度过。

杜洪的团队后来只进行过一次抵押贷款的BISTRO交易，时间是在第一次交易之后几个月，价值100亿美元。然后他们就彻底放弃了这项业务的开发。多年后，杜洪听说其他银行一直在进行抵押贷款的CDS交易，而且获利数额巨大后，表示吃惊。



博卡拉顿会议召开5年之后，J·P·摩根的金融衍生产品团队在华尔街的奇普里亚尼舞厅召开了一次全体客户会议。奇普里亚尼舞厅是华尔街金融地段最华贵典雅的场所，宽大的舞厅装饰着经典的圆顶天花板、闪耀的吊灯，大理石铺砌的地面有几个网球场大小。活动之前，J·P·摩根团队的一些人还在担忧会不会有足够多的客户到来，以保证偌大的空间不会显得空旷。布莱思·马斯特斯决意要吸引许多人。加入德姆查克的团队不久，她就说服同事们收集所有潜在客户的详情，推出了被戏称为“MOAD”（Mother of All Databases）——“数据库之母”——的名单，现在她和同事们只需不知疲倦地联系这些名单中的人。因此许多客户反馈说那次活动去的人相当多。

到1999年10月，市场中交易的信用衍生产品完成总量预计约2 290亿美元，是两年前的6倍。仅J·P·摩根就几乎占了总交易额的一半。然而，J·P·摩根还没有真正开始推动这项业务，那其实完全是市场的推动作用。那天聚集到奇普里亚尼舞厅的J·P·摩根的客户、投资人和竞争对手，都渴望知道这些年轻气盛的金融衍生产品交易员们接下来的打算是什么。

就在大家蜂拥着进入奇普里亚尼舞厅的时候，每个人都分发到一本厚厚的、长达73页的书面资料，封面是黑色的背景，上面印刷着橘黄色和白色相间的正方形的模糊图片，有点像抽象派艺术家马克·罗

斯科的作品。图片旁边是这本资料的标题《J·P·摩根信用衍生产品指南》，它非常详尽地解释了信用衍生产品原理和相关依据的晦涩难懂的东西，德姆查克的团队有时候会以一种略带嘲讽的语气称之为“圣经”。“直到最近，信用依然是商业风险的重要组成部分，依然没有特别定制的风险管理产品。”资料严肃地指出。接着它又补充道，“但是现在，出现了银行业的大救星，将信用风险的某些方面与其他风险分离。信用衍生产品甚至可以让最难以变现的信用类型，一举成为相关风险最有效的持有人购买的产品。”

资料接着极其详尽地解释了如何计算与信用衍生产品相关的风险，以及评估这些风险时，监管机构和律师们通常采用的方法；还讲述了J·P·摩根的VaR风险评估模型的原理。到1999年末，银行已经免费向客户发出15 000份资料。从一定程度上讲，这样发放研究资料没有什么意义。竞争对手再一次嘲笑说这又是J·P·摩根没有商业头脑的作风。但是汉考克和同事们都认为这其中大有文章。如果他们可以让每一个人都接受相同的量化原则，他们就同样可以接受金融衍生产品的理念——或者说他们希望如此。

这本“圣经”中完全没有探讨两个问题。一个是超级风险可能带来的麻烦，仅仅在最后才提到，而且是以晦涩难懂的语言陈述超级风险非常安全，只留存少量的资本储备即可顺利交易。当然，J·P·摩根自身已决定将大量的超级风险转移到美国国际集团等保险机构，但是没有在这本“圣经”中提到。另一个没有提到的是他们对抵押贷款BISTRO交易的担忧。

在奇普里亚尼舞厅那个令人愉快而喜庆的日子，他们都认为没有理由警告什么。对他们而言，BISTRO模式的CDS（信用违约互换）确实是极好的创新，不仅完全改变了他们的职业生涯，而且促使银行系统摆脱了许多陈规的束缚。过了许多年之后，他们才发现BISTRO创新引出了一些极其反常的不良产物。

第五章
并购狂潮

到1999年末，几乎只有J·P·摩根衍生产品团队相信信用衍生产品对形成美好新型的银行界是至关重要的，但其重要性已经因其他力量的影响慢慢变淡了。随着21世纪的临近，金融界和企业界都开始骚动起来。互联网开创了科技革新的局面，对全球商业和经济产生了巨大影响，其意义之深远如同电的发明和铁路的建设带来的影响一样。一时间，全球范围内的投资人和企业都有了新的贸易合作伙伴，有机会参与曾经遥不可及的资本组合，竞争也开始日趋激烈。同时，自由市场的意识形态在全球赢得越来越多的支持。创新、竞争、效率和放宽管制成为时尚，这不但频繁出现在金融领域，在其他领域也同样盛行。权威人士、政治家、银行家和政府官员都开始认识到全球化作为新型改良资本日趋自由化的力量之下催生的产品，是大势所趋，应当欣然接受。

就在互联网改写商业基础和“发展高于赢利”的箴言日益渐入人心之时，网络风暴泡沫的破灭却遏制了互联网的疯狂势头。新兴公司在探索“不壮大就出局”的发展过程中损失了巨额的风险资本。

20世纪90年代中期，以科技股为主的纳斯达克股指保持在800点左右。2000年3月10日，纳斯达克股指创造了5 048.62点的最高纪录。就在这个月，大型互联网解决方案领先提供商思科跻身为全球最富有的公司，股票市值高达5 000亿美元。19世纪40年代铁路繁荣时期抑或20世纪20年代汽车繁荣时期，都没有出现过这样的由技术推动的极盛景象。

全球化的繁荣引起了监管机构的变革。一度用于划分银行业界线的壁垒开始瓦解。J・P・摩根的丹尼斯・韦瑟斯通是倡导放松监管的先行者。1989年，他说服美国政府允许J・P・摩根进入债券保险行业——投资银行业的支柱业务之一；一年后，J・P・摩根又获准开始承保股票投资业务。在美国和欧洲范围内，其他银行也在努力突破类似障碍，发生了一系列的银行业并购案。自由金融家桑迪・韦尔开始执行一项大胆的计划：将花旗银行与金融服务业的巨头旅行者集团合并，组建金融巨头花旗集团。旅行者集团曾并购实收费用的金融服务公司所罗门兄弟公司。金融服务公司摩根士丹利并购了添惠公司，组成了零售和机构证券巨头。到20世纪90年代末，《格拉斯－斯蒂格尔法案》最后保留的内容仿佛成了古色古香的文物，华尔街成功将其搬出了历史舞台。1999年11月12日，比尔・克林顿总统签署法案，最后废除了经济大萧条时期的规则。

《格拉斯－斯蒂格尔法案》的废除将商业银行和投资银行联合共建“一站式”帝国的理念合法化，接着不但发生了更多金融界不同部门间的兼并甚至出现了全美范围内的各种大规模兼并。过去非常古板的德国商业贷款机构德意志银行宣布并购无拘无束的美国信孚银行。德意志银行还聘请了许多原美林公司交易部门的员工，要求他们开发金融衍生产品业务。一度沉闷的瑞士信贷集团并购了另一家美国金融服务公司DLJ。整个银行业迅速呈现出新的局面：银行必须扩大规模，提供全面的服务以应对竞争。

随着机构兼并的进行，金融活动打破了长期以来的束缚。公司债券的交易过去一直不属于发展贷款和投保股票的业务范围。而现在投资人开始不分国界、尽情而自由地操作不同的资产类型。进取型的高风险对冲基金开始出现，有的发展快速，已开始与新型银行业的巨头展开竞争。金融界逐渐变为“平的”世界，形成了竞争日渐自由而又激烈的一种激动人心的氛围。

21世纪参与这种不受限制的网络金融的人们都知道这其中的风险。以对冲基金为主的长期资本管理公司（LTCM）的命运终将是让人深感困扰的警世故事。长期资本管理公司于1994年成立，标志着金融界新时代的开端。它由一些坚信自由经济的学者和交易人员组成，他们坚持使用计算机和数学技能开发全球范围内的交易机会。长期资本管理公司合伙人之一的诺贝尔奖得主罗伯特·默顿是彼得·汉考克的朋友，他和J·P·摩根的团队一样，坚信金融衍生产品的释放力。长期资本管理公司日渐成长为一家规模巨大的公司，在全球市场的各个角落应用计算机的力量，进行大量数据的处理，形成一套较为完整的计算机数学自动投资系统模型，建立起庞大的债券及衍生产品的投资组合，获得了惊人的回报。但是，1998年俄罗斯金融危机引起全球市场极度恐慌，对冲基金也受到强烈冲击。而具有讽刺意味的是，这次恐慌的一个重要原因是计算机模型促使市场和投资人密切关联，都摆脱了对冲基金的模型。这一连串的事件严肃地告诫人们：创新可能带来危险的报复性效应。

如同长期资本管理公司的轰然倒塌一样，创新依然在不断地进行着。1999年——长期资本管理公司崩溃后的那年，前纽约联邦储备银行行长杰里·科里根组织华尔街的高级人才和欧洲的银行家们完成一份关于那次崩溃的经验总结报告。他们的结论是，银行需要彻底检查对冲基金交易，更好地控制金融风险，向客户报告大型或集中的风险情况，更多地关注过度杠杆率和与债务相关的危险。然而，研究没有提到政府应当干预管理或控制创新和竞争的恐慌。各种观点依然在各自向着不同的方向发展。

美联储主席艾伦·格林斯潘长期以来一直支持自由市场的理念，到1999年，他成为反对信用衍生产品监管的带头人。“到目前为止，过去10年中金融领域最重大的事件无非是金融衍生产品的发展和壮大。”格林斯潘在1999年3月的一次讲话中提到。那是在博卡拉顿酒店的一次银行业会议中的讲话，具有讽刺意味的是——或者也许是非常

恰当的——J·P·摩根的银行家们正是在这家酒店构想出将信用衍生产品付诸实施的理念的。“没有商品期货交易委员会的监管，OTC市场功能依然十分有效，这一事实强烈说明金融衍生产品交易无需烦琐的管理体制（商品期货交易委员会目前的监管），”格林斯潘继续说，“这些新的金融工具……将风险进一步划分，并分配给最有能力而又最愿意承担风险的投资者。这样的拆分提高了市场功能，促使产品和资产价格更适合消费者的价值取向……促使企业家更好地分配固定资本，推出消费者看重的产品和服务，这样一来肯定会提高全国的生产力和居民生活水平。”这段银行业的专业讲话基本意思就是，格林斯潘相信金融衍生产品可以促进市场更加有效地发挥作用。

20世纪90年代末，商品期货交易委员会的负责人员又一次提出他们最好还是行使对信用衍生产品的监管权力。不过这个理念又一次被制止。2000年，华盛顿的立法人员批准了《商品期货现代化法案》（CFMA），其中特别强调“掉期交易”不是期货，也不是证券，因而不受商品期货交易委员会、证券交易委员会或任何其他监管机构的管制。“国会通过商品期货现代化法案封锁了2000年就已关闭的（联合监管的）大门。”国际掉期交易协会积极的游说家马克·布里克尔这样评论。金融衍生产品部门欢呼雀跃。

☆ ☆ ☆

那是一段银行业整体火热的日子，但是J·P·摩根的业务开始衰退。掉期交易团队业务一派红火，而其他部门却不能紧跟前所未有的激烈竞争局势。2000年春天，银行在距离纽约时代广场不远的喜来登酒店召开了全体董事总经理会议。这次会议宣称是一次中高级管理层共同讨论银行未来战略的会议。通过讨论找到问题是银行引以为豪的另一项传统。会议首先要求与会人员使用手持电子设备——对计算机革命的一次认同——进行匿名投票，投票调查的内容是银行当前是否

在向着正确的方向发展。结果是令人沮丧的，大多数人不看好银行目前的做法，而且不清楚未来的战略方向。

过去几年中，整个金融系统的变革不断加快，而J·P·摩根的高级管理层却发现自己的处境十分糟糕而又充满讽刺性。在某些方面，银行的管理层对金融界进行的广泛革新表示兴奋。汉考克和他的团队利用计算机完成了金融衍生产品的创新。摩根银行还花费几年的时间努力说服管理机构取消了烦人的《格拉斯－斯蒂格尔法案》。但是，现在J·P·摩根居然成为这一切变革的慈善付出者。20世纪90年代末，互联网的繁荣为美林公司、摩根士丹利、花旗集团、大通银行以及向新兴网络公司安排首次公开发行股票或交易股票的其他银行带来惊人的利润。然而，J·P·摩根却错过了繁荣时期的大量机会。J·P·摩根在股票市场保险方面不占优势，而且从来不选择具有风险的新兴公司进行融资，依然坚持按照传统向成熟的蓝筹客户提供资金。1998年，J·P·摩根开展了一次象征性的努力来证明自己“很酷”，管理层推出了一个名为“摩根实验室”的项目，由J·P·摩根的新锐银行家尼克·罗哈廷（华尔街著名的金融家费利克斯·罗哈廷的儿子）负责。开展项目的地方位于华尔街60号总部大厦的阁楼般的办公室中，墙壁裸露着砖块和管道，这是一次J·P·摩根证明自己可以在网络金融领域一展身手的行动。然而，投资人并没有注意到这一切。

而且，与新型巨头相比，J·P·摩根似乎变得渺小而不堪一击。1999年末，花旗集团的资产达7 160亿美元；J·P·摩根只有2 600亿美元，仅仅是花旗的1/3。新上任的J·P·摩根的首席执行官桑迪·沃纳并不看重这样的比较。“我认为大规模不是J·P·摩根的战略。我们当然需要有一定的规模，但是跨越一定的界线后，规模就不是强大的竞争优势了，甚至会成为发展的障碍。”他在那一年的银行年会中这样提到。同一年，韦尔宣布组建花旗集团的计划。J·P·摩根的管理层说，他们追求的不是规模，而是实现利润的“精明”商机。这样

的战略自然有其可取之处。20世纪80年代到90年代，丹尼斯·韦瑟斯通努力将银行的业务从商业贷款转变为投资银行业务，1999年，投资银行业务得到长足的发展。所谓的银行业务非营利收入，即贷款之外的业务收入，达到银行总收益的4/5，大大超过其他大型美国商业银行。更值得注意的是，摩根银行开始在跟踪投资银行业务的行业排名表上占据重要位置。在并购方面，摩根银行的排名大概在前六位；债券保险业务排在前三位；金融衍生产品业务一直处于领先地位。

然而，J·P·摩根面临的问题是整个行业在迅速发展。正如《华尔街日报》在1998年的报道那样，“从1980年开始，J·P·摩根就是六大投资银行中的领头羊……然而，随着时间的推移，最大利润并没有集中到六大银行中的领头羊手中，而是集中到了三家超级机构——美林公司、摩根士丹利添惠公司和高盛公司手中”。更糟糕的是，J·P·摩根集中进行的投资银行业务，严格强调金融衍生产品，在互联网繁荣时代并没有产生巨额利润。

1997年到1999年，J·P·摩根的股本收益率（ROE）从13%增长到17%，应当算是很好的业绩。但是，与同行相比就显得很少了。1999年，排名前100位的银行的中位股本收益率为18%，纽约银行的股本收益率为34%，而大通银行、美林和高盛的股本收益率均超过20%。投资人注意到了这一切。1997年到2000年初，美林和花旗集团的股票价格几乎翻了3倍，而J·P·摩根的股票价格连翻倍都没有实现。“管理层了解再多的现实中正在发生的情况也没有什么意义。”一位董事总经理在喜来登酒店的会议室发言时这样说道。

投票结果出来后，彼得·汉考克上台发言。作为首席财务官（CFO），他有责任向与会人员说明管理层的战略决策。他试图用标志性的热情，努力地安抚在座的各位。在J·P·摩根的会议大厅外，人们纷纷猜测摩根银行很快会遭遇被迫兼并的命运，如同它的许多竞争对手那样。J·P·摩根的管理层强烈反对这样的悲观论调，汉考克规

划出振兴银行的另类愿景，维护银行作为行业独立参与者的神圣地位。摩根将继续加强金融创新力度，例如发展金融衍生产品，促使银行成为敏锐而专注的投资银行，不断向客户推出新型产品。

然而，他的听众不为所动。会议结束时，又进行了一轮电子投票，认可银行战略的支持者并没有增加。大部分员工——至少是资历较浅的员工——都和汉考克一样相信金融衍生产品的力量。但是，他们也知道华尔街的其他机构通过互联网和金融并购狂潮所取得的收益大大超过J·P·摩根金融衍生产品所产生的收益，而银行的资深经理人越来越表现得不认可汉考克的观点。

私下里汉考克也表现出一定的挫败感。2000年，他提出银行可以真正参与竞争的唯一办法就是采取激进的行动。他认为银行应当特别集中于少数专业的特色产品，如金融衍生产品，而不是为了参与“一站式购物”博弈而进行大规模并购。他相信，J·P·摩根的未来会精品云集。但是，他的观点只代表少数派，银行内部戏称他们是“软禁集团”，因为首席执行官桑迪·沃纳很有激情地强调大家必须参加衍生产品部门的每月例会。

人们都知道，从1999年到2000年，HAG一直在激烈地讨论银行的发展方向。大家分成两派，一派静观事态变化，主张不轻举妄动；一派主张开展并购工作。夏初的时候，讨论变得更加白热化，银行到处在传着流言，说沃纳和汉考克闹翻了。一些谣言甚至声称汉考克要发起一场内部管理层政变，但是汉考克对此予以否认。

出人意料的是，2000年夏天汉考克居然辞职了。他的离开让人觉得非常悲凉。然而，非常清楚的一点是，他对管理层的优柔寡断极其失望。在为金融衍生产品之梦奋斗了20年、在J·P·摩根度过20年职业生涯后，银行的婉言谢绝让他非常难过。

J・P・摩根竭力对外界掩饰他的离开，希望平息外界对银行命运的种种揣测。有一段时间，汉考克只是离开人们的视线而已，在家里继续推出他的大部分相关理念。同时，首席执行官桑迪・沃纳也开始幕后工作，与高盛公司商讨并购事宜。早在几年前银行就开始与高盛进行高度机密的商谈工作，还与花旗银行、德意志银行、大通银行、摩根士丹利和其他一些机构开始进行非正式的洽谈。所有这些工作都没有任何结果，因为J・P・摩根的高级管理层根本不愿意丧失他们的自主性。在与沃纳商讨并购交易事项后，花旗银行的桑迪・韦尔开玩笑地说他们的讨论让他想到了“酸奶”，因为J・P・摩根的负责人非常迷恋他们的“文化”。2000年，与高盛的并购谈判没有任何结果；高盛自身也陷入了战略方面的内部分歧。各大机构的负责人员还对J・P・摩根的出价表示吃惊。“J・P・摩根依然是一副不可思议的傲慢之态，认为他们就是精英。”那些参与并购谈判的机构后来这样回忆。

HAG委员会还是优柔寡断。8月中旬，沃纳和家人在北密歇根州度假的时候，接到大通银行首席执行官威廉・B・哈里森打来的电话。大通银行规模很大，在美国金融舞台上拥有悠久的历史。理论上讲，两个机构拥有互补优势。J・P・摩根有大量的蓝筹客户和金融衍生产品专家；大通银行有广阔的大众市场客户群，而且善于交易。大通银行在一些金融衍生产品领域也非常强大。这些优势组合起来一定会造就投资银行业的巨头。1999年的数据显示，双方的综合资产负债表中资产达6 600亿美元，股东持有的股票超过360亿美元，在资产方面，几乎与行业巨头花旗集团相当。

然而，两家银行完全不是一个类型。大通银行由一系列杂七杂八的银行并购组成。其中最古老的是曼哈顿银行公司，它成立于1799年，开始是为纽约市服务的水道运输业者，后来才进入金融界。1955年，曼哈顿银行并购大通银行，合并成大通曼哈顿银行（以下简称为大通银行），20世纪70年代到80年代，大通银行在银行业的名门子弟

戴维·洛克菲勒领导之下成为业内权威。1996年，大通银行因为房地产的损失实力受损，被美国化学银行并购；随后，这家并购组成的实体又于1999年并购了美国汉鼎风险投资有限公司——一家位于旧金山的高科技金融领域的专业公司。如此频繁的并购历史导致银行缺乏极强的认同性和具有凝聚力的企业文化。为弥补这方面的不足，J·P·摩根形成了严格的官僚管理体系，内部争斗极其激烈。而J·P·摩根的大部分员工整个职业生涯都被摩根特有的文化氛围围绕，对外界关心甚少。正如20世纪90年代末，J·P·摩根的一位资深银行家克莱顿·罗斯所言："我进入公司的时候，一枪打出去都不会碰到一个职业生涯中途进入摩根的人。"

双方文化的不同导致了战略方面的大量分歧。J·P·摩根一直强调风险的分散性，通过金融衍生产品将银行账簿上的大量风险进行转移、分散，腾出大笔可用资本。银行花费几年的时间进行金融衍生产品的交易，自身也耗费了大笔收益，因为J·P·摩根有时候必须向承担风险的客户支付更多，这些远远高于资本要求的储蓄额度。就在同期，大通银行在20世纪90年代的10年中一直在按照相反的方向发展，利用越来越多的集中风险提高收益。20世纪90年代中期开始，大通银行开始为大量的互联网公司和号称"创新的"成熟公司提供资金。世界通信公司和安然公司都是大通当时的大客户。

大通银行早在3年前就向J·P·摩根表示愿意友好兼并，但是被摩根断然拒绝了。2000年夏天，情况出现了转变。大通的互联网投资以及电信和能源领域快速增长的公司融资收入带来了大笔收益，股票价格迅速上涨，当时的J·P·摩根业绩却表现不佳。大通银行的首席执行官哈里森是位温文尔雅的南方人，曾负责商业贷款工作，他从不自命为聪明的华尔街英才，但性格顽强。他身高一米九，是位曾经效力于"北卡罗来纳大学校队"的篮球明星，在球队时人人都知道他具有顽强的毅力。2000年，完成了多起银行兼并工作后，他知道自己在得心应手地掌控全局。

9月13日，大通银行宣布了并购J·P·摩根的计划，并购价格略高于300亿美元，这是金融业有史以来最大的一笔交易。一时间，J·P·摩根也卷入了大规模的并购狂潮之中。

这次交易对外界宣称为“合并”，一方面是出于税收方面的顾虑，一方面是希望保全J·P·摩根的面子。考虑到“合并”的说法，哈里森和沃纳都被任命为银行的负责人，双方的代表人物也都被任命为各部门的联合负责人。银行内部戏称为“诺亚方舟”战略，因为各部门的领导都是“成双结对”。然而，“合并”的说法就显示出是虚构的：在各方面，哈里森——乃至大通银行——都掌握着控制权！正如《经济学人》杂志所评述的那样：“多么惨痛的堕落！J·P·摩根，美国乃至全球曾经的经济主导力量，被大通银行，巨大而古老——但不是非常出色的——竞争对手收购。就在5年前，自视极高的J·P·摩根还认为与其他机构合并是对银行贵族文化的一种玷污，这样的事情似乎是无法想象的。但是，在全球金融业迅速变化的时代，似乎没有什么不可能的。”

新的银行品牌让原J·P·摩根的员工倍感羞辱。J·P·摩根一直以创始人J·皮尔庞特·摩根为巨大的荣耀，坚持在“J”和“P”之间用一个点分开，强调这个名字代表一位传奇般的人物。哈里森知道J·P·摩根拥有巨大的品牌价值，因此同意采用其原来的名称，但是称呼整个银行的时候要用“JP摩根大通（JP Morgan Chase）”，取消中间的点儿。投资银行业务依然采用“J·P·摩根”的名称。摩根大通同时使用大通银行的标志——固定到一块木板上的一个八角形标志，代表古老的曼哈顿水务集团的水管业务。J·P·摩根团队认为那个标志——再结合无足轻重的水处理工业——简直俗不可耐。

☆ ☆ ☆

原汉考克团队中的成员一方面感到震惊，一方面努力推测合并对他们的衍生产品之梦意味着什么。理论上讲，大多数人似乎都安排在

了合适的位置。哈里森注意到需要坚持保留J·P·摩根的衍生产品，因而同意安排创新团队的员工到看起来很是风光的职位。德姆查克被任命为信用联合主管，马斯特斯担任资产证券业务联合主管，费尔德斯坦担任全球信用投资组合业务的主管。在伦敦，比尔·温特斯受命出任固定收益债券业务联合主管，蒂姆·弗罗斯特出任欧洲市场信用联合主管。通过安排，每个人都依然出任相当于其在原J·P·摩根银行的职位，但现在却是在一家真正强大的公司中任职。

这一切发展或许具有强大的感染力。大通银行一直拥有强大的销售力量，业务涉及许多J·P·摩根从未涉足的金融领域；而且还有自己的衍生产品金融家团队，包括在CDO（担保债务凭证）领域的专业人才。两家合并而成的银行具有明显的规模优势，大约控制着约一半的利率掉期交易市场，算得上非常强大的平台。事实上，2001年初，合并完成后几个月时，银行就被称为“年度衍生产品之家”。

然而，当J·P·摩根掉期交易团队的员工努力适应大通银行的时候，却再也不可能感受到他们早期取得成就时那样的兴奋和激动了。大家原本快乐友好的兄弟般的感情在激烈的内部争斗中消失了。大通银行在管理风险方面有着完全不同的方法，高级管理层一直非常谨慎地处理衍生产品的风险，但是他们从来没有尝试着大规模分散信用风险，也从不担心信用风险过度集中的问题。相反，为了促进收益，银行将贷款账项的重点转向快速增长的部门，例如互联网，而且管理相对宽松。

德姆查克在全球信用业务联合主管的新职位上努力说服大通方面接受分散风险的观点，他的团队曾一度成功通过分散风险管理J·P·摩根的资产。费尔德斯坦也在作着同样的努力。在他们了解到大通银行的资产组合后，更加坚定了自己的观点。他们吃惊于大通风险的集中程度，要求被授权分散重组贷款组合。然而，前大通银行的负责人员故意拖延。正是那些集中的信用风险在互联网繁荣时代为银行赚得

了丰厚的利润，银行的股票价格猛增，大通才得以收购J·P·摩根。大通方面的负责人员认为没有理由去复制J·P·摩根明显没有商业利益的战略。

对德姆查克来讲，重组贷款账项不仅仅是一个好主意，更是一种信念。他发现大通方面的银行家的观点非常让人生气，也并没有掩饰自己的不屑之情。“我简直不能相信他们会这样经营银行！”他对同事们大声抱怨，也越来越强烈地反对贷款账项。他的努力似乎毫无希望，然而还是出现了戏剧般的转机。

2001年12月2日，美国能源集团安然公司申请破产。这条新闻震惊了市场和企业。安然公司一直是创新和自由市场竞争的典范。公司员工22 000名，2000年报告收入达1 010亿美元，《财富》杂志连续6年将其评为“美国最具创新力的公司”。然而，2001年秋，公司表示那些巨额的利润都是假的；公司使用“创新”会计手段鼓吹利润，据说公司业务相关的银行和会计人员都清楚当时的情况。那些规划曝光后，人们对安然公司彻底失去了信心。安然公司申请破产，成为当时美国企业历史上规模最大的一次破产。

这条新闻带给摩根大通极其意外的打击。20世纪90年代，大通方面与安然的业务关系密切，大通贷款大笔资金给安然，承销安然的债券，而且与安然合作推出了一系列结构化的金融产品和计划，其中包括结果被操作鼓吹的一些产品。就在安然出事前两个月，联合首席执行官哈里森还特地在伦敦向各位银行家和记者声称有安然作为公司的大客户是多么“骄傲”的一件事。现在，哈里森强烈拒绝承受银行做错了什么。“我相信我们把一切都做得非常好，只是我们过于公开所做的工作了。”他在2002年初一次面向全体员工的公司内部有声邮件系统的讲话中这样表示。

安然的败落给摩根大通带来的损失初步估计达9亿美元，进一步准确统计之后，这一数额又翻了一倍。

即使哈里森拒绝承认，事情也很快明朗起来：原大通银行员工不但推出了有争议的安然计划，而且在知道他们曲解了能源巨头的资产负债表的情况下，依然坚持执行有争议的计划。人们叫做“Mahonia”的结构就是最好的例证。1995年，大通推出了一种资产负债表外的工具，命名为“Mahonia”，向安然公司输送资金，后来银行通过这一工具隐藏了账务中的85亿美元债务。通过人为操作处理，Mahonia的结构实现了合法化。“我们根据会计规则开展工作，账务透明，这会显示在我们的资产负债表中，就我们所知，也显示在安然公司的资产负债表中。”哈里森说。然而，美国立法机构将“Mahonia”划入“耻辱交易”之列，怒斥安然公司和两大主要参与银行：摩根大通和花旗集团。当人们知道两大银行推出这些结构化的产品获利达两亿美元时，他们更加愤怒。

接着发生了更加糟糕的情况。2000年下半年，互联网泡沫开始破灭。纳斯达克股指于2000年3月站上5 000点后，迅速回落到3 000点，大量的互联网公司破产。2001年1月，大通银行的客户光纤网络运营商环球电讯申请破产保护，其债务高达124亿美元。2002年7月，电信巨头世界通信公司倒下，债务高达320亿美元。摩根大通持有世界通信公司的债券，又一次受到强烈打击。更悲惨的是，2002年中，世界通信、安然和环球电讯涉及的诉讼不断涌入银行。随之而来的是，银行的股票价格下跌到不到合并时的一半。“让人紧张不安的是坏消息不断出现在J·P·摩根。”《商业周刊》这样评论。《伦敦旗帜晚报》非常尖刻地指出：“标题中丑闻泛滥的美国公司，幕后就是参与的银行——摩根大通。”

德姆查克、费尔德斯坦和其他所谓资深的摩根银行家都对这样的错误管理怒不可遏。德姆查克一次又一次地警告需要分散大通的贷款风险，然而他的建议总是被全盘否决。事实证明他是对的，现在他总算有了一点儿小小的安慰。

德姆查克和J·P·摩根的前同事们一起思考所有具有尖刻讽刺意味的事情。如果他们再多坚持几个月不接受合并，大通的股票价格就会下降，事情就完全是另一番景象。他们仿佛感到命运的嘲弄。但是，就在他们被悲惨的局面扰得心烦意乱之时，创新周期再次回暖，网络公司的奇迹遭到极大否定，人们开始重新关注信用衍生产品和其他金融创新方式的非凡潜能。



2001年1月3日，美联储突然宣布利率下调50个基点，降低到6%。这条新闻像互联网企业的突然崩溃一样震动了市场。过去8年中，艾伦·格林斯潘不得不坚持以平稳、可控的方式管理货币政策，不断下调利率，但一次只下调25个基点。这种渐进的方式被人们称做减轻波动的做法。

然而，格林斯潘相信互联网泡沫的破灭需要一个有力的回应。回顾1989年末到1990年的情景，美国经济遭遇了同样的下滑，他依然坚持严格控制利率、进行缓慢下调，事实证明他的做法太保守、动作太慢，结果经济陷入了衰退。他决定这一次要避免上次的错误。

第一次出乎意料的利率下调几周之后，格林斯潘再次下调利率，而且在接下来的几个月中，他坚持稳步下调利率。在“9·11”恐怖袭击事件之后，市场陷入混乱，他更进一步地下调利率。到2003年，最优惠利率居然只有1%，创下几十年来的历史最低水平。

下调利率的政策渐渐发挥了作用，人们减少了对经济衰退的担忧，尽管从2000年3月到2002年10月，破产耗费了科技公司5万亿美元的市值。2003年，主流经济开始复苏。与储蓄和贷款泡沫的破灭形成鲜明对比的是，没有欧洲或美国的机构因为经济衰退的损失而倒闭。格林斯潘和其他政策制定者认为，部分原因是许多银行在使用信用衍生产品分散风险。J·P·摩根的银行家们理所当然地同意这一观点。

“信用衍生产品是整个系统中有效转移风险的机制。”蒂姆·弗罗斯特高兴地对记者讲。他还特别提到十年前违约贷款会在银行的资产负债表上造成巨大亏空，而“现在，我们可以将违约贷款分散到整个系统中，在许多金融机构的资产负债表上，违约部分只是小小的暂时性问题”。

事实上，在银行家和投资人开始总结互联网企业崩溃的教训之时，信用衍生产品越来越具有吸引力了。因此，正如20世纪90年代初，银行家在利率降低时推出更为复杂的杠杆式衍生产品那样，现在他们正在探索新一轮更为复杂的信用理念。

投资人的注意力也转移到又一领域——房地产领域。它不同于遭受重创的企业，互联网企业的崩溃给其损伤很小。相反，格林斯潘坚持下调利率形成的低利率推动了房地产市场的发展，因为抵押贷款越来越优惠。J·P·摩根的银行家们所不知道的，也没有料到的是，抵押贷款和衍生产品业务的繁荣注定要交织在一起。

第2部分
错乱

第六章
创新狂潮

新的10年的开始开启了信用产品发展的新时代。艾伦·格林斯潘下调利率引发了商业和消费贷款的狂潮，尤其体现在房地产市场上，因为抵押贷款逐渐成为人们可以负担得起的一种贷款。即使在股票市场下跌之时，信用市场也在飞速发展，显然投资的新走向是信用产品业务，而不是股票。

新的10年的最初几年，许多银行都更多地专注于信用衍生产品业务，它们与摩根大通业务团队之间的竞争日趋激烈。并购引发的员工气馁情绪都能使其他银行借机发展。摩根大通依然被“诺亚方舟”的管理格局和恶劣的内部争斗所困扰。而且，面向互联网公司的许多不良贷款充斥着银行的资产负债表，德姆查克和他的团队都清楚地认识到银行未来几年的发展状况不容乐观，利润下降程度可能如同出现政治丑闻引发的情况那样糟糕。“再也没有什么乐趣可言了。”德姆查克经常对同事们这样讲。

然而，尽管所有大型银行都挫折不断，德姆查克的团队还是继续保持着强大的利润收益。2001年年中，德姆查克得到消息说他将被提拔。他了解到自己除了管理全球信用市场外，还将负责金融衍生产品和商业部门，这样他就跻身于纽约最资深的投资银行家之列了。但是，让整个团队惊讶的是，就在得到新任职的那一天，他居然提出了辞职。“我只是不想再做这份工作了！”他这样说。有的人听到这个消息后居然哭了起来，不仅仅是因为德姆查克的离开，更是因为大家

知道他的离开就意味着他们一起创造辉煌的结束。没有他，这支团队就完全不一样了。

德姆查克很快就得到竞争对手银行提出的任职邀请，那些银行都在组建金融衍生产品团队。高盛公司尤其表现得锲而不舍。但是德姆查克觉得实在是太累了，不愿意立即再跳到其他银行就职，而且此时的他也并没有强烈的工作欲望；另外，J·P·摩根方面的经理人持有的股票价值因公司的合并而攀升不少。因而，有一段时间德姆查克梦想着离开金融界，实现一个长久以来的愿望：做一名造船工人。他去缅因州海岸旅游，发现整天使用木材和传统工具工作、与对信用衍生产品一无所知的工人们一起打发时间是一种很好的精神放松。过了一段时间后，德姆查克说服一起工作的工人朋友从缅因州搬到汉普顿去工作，他在那里有自己的房子。

又过了一段时间，德姆查克开始偶尔考虑是否应该加入一家对冲基金或私募股票公司，但是他决心再也不花大量的时间盯着电脑屏幕工作了。在2002年，他接受了匹兹堡的一家贷款机构PNC的职位，担任副总裁。PNC远离华尔街的诱惑，也不像高级金融那样深奥，它能让德姆查克有机会返回家乡匹兹堡。

这个职位的薪水也极具吸引力，PNC急切地需要德姆查克在管理风险方面的专业能力。互联网泡沫破灭后，PNC险些因巨额损失而崩溃，当时急需重整公司的资产负债表和信用投资组合，以减轻风险压力。这一切都是德姆查克非常中意的。PNC的资产负债表相对于J·P·摩根的就小多了，但是也足以带来大量的挑战，德姆查克有机会应用他认为合理的所有信用管理理念。匹兹堡银行的经理们非常渴望了解他关于贷款组合管理的理念，而德姆查克也急于再一次展示自己的正确理念，纠正不合理的贷款组合方式。前些年让人倍感艰难而厌烦的争斗给了他沉痛的教训。到2002年，他在面对批评的时候变得聪明多了，也不再只是理想化地提出自己的理念。过去黑暗中的魔鬼撒旦如今变

得成熟了。更值得称道的是，他能够组建自己心爱的团队一起工作。克里希纳·瓦里库特就是热心跟随他一起工作的其中一位。我们再来看看摩根大通，德姆查克离职后，团队中的其他成员纷纷仿效，把他们的理念广泛传输到大量的公司。特里·杜洪到了荷兰银行（ABN AMRO）任职。信用经理贝齐·贾尔加入了德意志银行，帮助重整德国银行的信用组合。印度银行家罗米塔·谢蒂去了苏格兰皇家银行，后来又跳槽到雷曼兄弟投资银行。

团队中的许多人要么开始设立投资基金，要么加入投资基金。安德鲁·费尔德斯坦离开摩根发起了对冲基金。在伦敦，蒂姆·弗罗斯特成为投资基金凯恩资本的合伙人。伦敦的信用分析师乔纳森·拉尔多加入另一项名为Solent的基金。查尔斯·帕杜成立了Prytania公司，从事咨询和基金业务。

以前对冲基金并没有过多地参与信贷领域，但是信用衍生产品的繁荣形成了许多新型的、吸引对冲基金的交易机会。“此时，信用市场的优势在于用于交易的流动资金充足，但其并没有得到充分利用，因而没有出现（价格）效率欠佳的现象。”费尔德斯坦在推出自己的基金后这样认为。对冲基金正是通过挖掘市场资产定价中的此类差异赚取利润的。“对冲基金成为信用衍生产品领域的强大力量，因此可以说创新的火炬正在从银行业务转向基金，”弗罗斯特同时指出，“在许多方面，现在基金比银行业务更具有创新性。”

原德姆查克团队中依然留在银行的成员都表现出若无其事的样子。其中一位忠诚者是布莱思·马斯特斯，德姆查克离开后她负责管理信贷政策。另一位是比尔·温特斯，他在伦敦继续安静地管理着他的交易王国。两位原交易团队的交易员托尼·贝斯特和雅各布·斯托特作为温特斯的同盟也留在了银行。他们试图对大批同事的离开表现得满不在乎，否认银行发展欠佳。“我们很快就能培养出优秀的员工。其他人决定离开的时候，正是这一点支撑着银行的业务——这些

非常聪明的年轻人正不断取得成功。”贝斯特这样说。但是，不可否认的是银行的人才流失越来越严重，士气大不如前。更糟糕的是，竞争越来越激烈，J·P·摩根不再是信用衍生产品市场公认的王者。

金融界的创新正如火如荼地进行着。“就在J·P·摩根大量员工流失的时候，更广大范围的结构性信用市场因此而蓬勃发展起来，”权威金融杂志《欧元周刊》这样报道，“如果不是原摩根银行的市场参与者现在大批受雇于其他公司，信用市场就不可能出现如此快速的发展。”

高盛公司一开始就在积极发展强大的信用衍生产品业务；其他一流的金融服务公司，如摩根士丹利和雷曼兄弟投资银行也积极参与这项业务的开发。其中最让人震惊的是，德国央行德意志银行从进入信用产品领域开始就崭露头角了。

德意志银行是传统的大型而古板的商业银行，但是在20世纪90年代中期，银行制订了颇有野心的计划：成为国际投资银行业的重要参与者。银行从美林公司聘请了金融衍生产品团队和债券交易员，收购了美国信孚银行的金融衍生产品部门。20世纪80年代到90年代初，美国信孚银行一直是衍生产品创新的前沿阵地。德意志银行全面展开了创建纽约和伦敦金融领域卓越平台的工作，金融衍生产品是主要工作重点。尽管美国债券和股票市场一直由华尔街的银行占据霸主地位，德意志银行要争取到自己的一席之地必定会困难重重，但是金融衍生产品业务的新颖性给外来者提供了大量机会。

德意志银行金融衍生产品团队从其他银行聘请了许多聪明的交易员，其中也包括J·P·摩根团队的几位成员。与蒂姆·弗罗斯特一道在伦敦工作的成绩显赫的销售员马库斯·舒勒和德姆查克团队中的贝齐·贾尔两人都跳槽到德意志银行。接着，德意志银行不惜血本在CDS交易商品业务领域大笔投入，以求获得重要地位。银行的努力很快就有了回报。

2003年《风险》杂志将德意志银行评为“年度衍生产品之家”，J·P·摩根丧失此项殊荣。一些摩根员工开始把德意志银行当做“头号敌人”。

雷曼兄弟投资银行、花旗集团、贝尔斯登投资银行、瑞士信贷银行、瑞银集团（UBS）和苏格兰皇家银行都在大力发展他们的金融衍生产品业务。激烈的竞争要求他们更加积极进取，同时许多传统信用投资的低回报也刺激着他们寻求有着更高回报的业务。从新的10年开始到2002年，10年期政府债券的收益从6%下降到不足4%。30年前，美国投资那些政府债券的退休基金可以轻松获利，年收益高达9%，而基金的预期的收益只有4%到5%。就在债券收益下降的时候，退休基金有望取得更高回报。基金经理，通常还有投资人，都会疯狂地想办法提高收益，这催生了又一轮创新周期的爆发。银行提出了许多投资人可以取得丰厚回报的新方案，这些新方案尝试更多利用杠杆作用，更具复杂性和风险性。无拘无束的创新实验集中将不同的信用产品再打包组合为新的投资产品，或者通过金融衍生产品，或者通过债券，抑或二者结合。

2001年初，第一代BISTRO交易终于发展为标准化产品，通常叫做“组合担保债务凭证”。BISTRO的一个特别流行的变体是“单一级别CDO”。“单一级别CDO”从根本上讲是按照BISTRO方案销售给空壳公司的债务组合，空壳公司只提供单一级别的债券，而不再划分为“次级”、“中级”和“高级”。也就是说，超级风险之外，贷款组合中的更多风险保留在空壳公司的账簿上。

2002年到2003年间，“单一级别CDO”成为时尚。但是，贪婪的投资人很快就开始要求实现更高回报的更佳方法，因此银行继续对CDO的理念大做文章，推出了“双层CDO”（双层担保债务凭证），其实是“以其他债务凭证为担保的债务凭证（CDO of CDOs）”。在这项方案中，空壳公司不是购买贷款组合，而是购买其他CDO发行的债务，之后

发行新的CDO债券。通常，空壳公司只购买其他CDO中风险最高的债券，因为这样可以实现较高的回报。那些投资给投资人带来的风险更大，但没有人在乎。双层CDO开始广泛流行。“现在，产品发展速度快得不可思议，”标准普尔评级机构的分析师卡特林·范阿科利恩称，“人们试图把所有不同的标的资产归入这些结构——资产担保证券（ABS）、新兴市场债务或抵押贷款……现在甚至有人提出推出‘三层CDO’（CDO of CDOs of CDOs，以其他债务凭证为担保的债务凭证的担保债务凭证）。”所有这些复杂化的做法最重要的目标就是产生更高的杠杆率，从而取得更大收益。



大约在世纪之交的时候，伦敦温特斯团队的原J·P·摩根金融衍生产品银行家罗伯特·里奥克在美国银行的餐厅排队等候的时候，发现了一个让他吃惊的东西。他在几年前加入美国银行。当时的美国银行和其他银行一样，急于扩展自己的信用衍生产品业务。就在里奥克到银行的芝加哥分行出差，排队等待吃午餐时，碰到了抵押贷款部门的一些银行家。此前，两个部门只在美国银行内部或其他场合有少量接触。衍生产品交易员总是自视为不同于抵押贷款部门的金融家，对方也这样认为。然而，就在里奥克在餐厅和抵押贷款部门的同事寒暄时，他看到他们拿在手里的图表与他开发信用衍生产品使用的图表极其相似。灵感乍现，正如他后来发现的：两支团队突然意识到互相合作的意义，因为双方有着密切相关的工作理念。

整个美国金融界都在悄悄地发生着类似这样的智慧碰撞。从20世纪70年代开始，银行家就使用抵押贷款推出债券或债务组合，就是后来被叫做CDO的东西。然而，在新的10年来临之际，相关工作越来越多地展开，并与其他金融领域交织在一起，其中包括信用衍生产品。

美国房地产市场因艾伦·格林斯潘推出的低利率政策而得到大力发展，迅速增长的抵押贷款为CDO交易提供了肥沃的土壤——这一点尤

其明显，因为许多新型抵押贷款的风险相对较高，银行可以提供极具诱惑力的回报。

20世纪90年代，构成CDO的抵押贷款必须是“合格的”抵押贷款，即符合联邦政府支持的房利美和房地美规定的高信用标准。部分原因是只有少数贷款机构愿意发放住房抵押贷款给不符合房利美和房地美规定的住房。然而，20世纪90年代末，许多专门提供“不合格”抵押贷款的新型抵押贷款机构和金融服务公司开始出现，通常叫做“次级贷款”。贷款开始大量面向没有良好信用记录的借款机构发放。随着越来越多的金融服务公司的加入，自由放任的新型参与者推出大量的不良贷款，随意为其命名，没有任何政策监管，也没有任何控制。2000年，售出的不合格抵押贷款债券非常少，总额只有800亿美元，不足全部抵押贷款债券的1/10。2005年，售出的不合格抵押贷款债券居然高达8 000亿美元。这意味着2005年美国几乎一半的抵押贷款债券都是次级贷款。

正是因为次级贷款具有的风险，选择此类贷款的房主支付的利率就高于享受利率优惠的贷款人支付的利率，即次级贷款的“原材料”比“优质”抵押贷款产出的CDO收益更高。对于贪婪追求收益回报的投资者，次级抵押贷款CDO就是难得的“一粒金沙”。

次级贷款最大的制约是金融服务公司需要找到用于发放贷款的现金。然而，在现实中，那根本不是什么制约因素。金融服务公司和银行一样，都不愿意将抵押贷款的大量金额保留在自己的账簿上超过几天甚至几小时。抵押贷款成为一条流水线，贷款发放后很快重新组合为债券，随即卖给投资者。银行或金融服务公司放贷的能力不再取决于他们持有的资本数量，而是取决于贷款能否作为债券售出，而且对债券的需求越来越强烈。这样，抵押贷款的借贷由最终投资者的需求推动，事实证明这是一项恶性循环的机制。

抵押贷款CDO业务的基本危险是在房价遭遇重挫、发生次级贷款违约的情况下不会有什么利好消息。正如特里·杜洪和克里希纳·瓦里库特在研究将抵押贷款组合归入BISTRO产品的理念时所发现的，因为美国70年都未出现过全国范围内的房价下跌，违约模型相关的数据非常稀缺。更糟糕的是，根本没有风险更高的次级贷款相关的参考数据，因为在世纪之交的关头，次级贷款依然只是抵押贷款市场中微不足道的组成部分。尽管信息缺失早在1999年就让J·P·摩根团队因担忧而放弃了抵押贷款的BISTRO交易，但在新的10年走过一半的时候，大部分银行家还是愿意忽视相关的风险，大规模地出售这些投资。

银行以前所未有的创新方式重新打包抵押贷款债券，最知名的一款产品是与资产担保证券挂钩的CDO（即CDO of ABS）。该产品通常（但不是一定）涉及抵押贷款债券。在一定意义上讲，CDO of ABS有点像CDO of CDOs。这些产品变得非常复杂，增加了更多杠杆率。另外一款流行产品是叫做“与资产担保证券挂钩的中级担保债务凭证（Mezzanine CDO of ABS）”的产品，它是将次级抵押贷款组合，作为发行不同风险债券的基础。后来，银行家只接受有风险的债券，如评级为BBB的债券，而不是A或AAA的债券，推出完全由BBB级债券组成的新型CDO。组成的CDO再发行根据不同风险级别排名的更多债券。这项方案从理论上看极其复杂，但其实只是银行家不断地隐瞒产品组合中风险最高的部分，将其与更多的风险混合，而后再进行隐瞒——所有的一切只是为了取得高收益。

当银行不是通过真正的抵押贷款组合推出产品，而是通过抵押贷款构成的金融衍生产品推出产品的时候，这项方案就更具有创新意义了。该理念借鉴了信用违约掉期交易领域的观念，通过以公司贷款为基础CDO，可以让投资者对抵押债券是否会发生违约进行投注。这些精明的产品叫做“与资产担保证券挂钩的组合担保债务凭证（synthetic CDO of ABS）”。这些产品可以引起疯狂的投机买卖，一切都以这样的基础假设为前提：抵押贷款组合违约的风险都通过打包和分级操作

被消除了。如果银行选择在自己的账簿上保留不同级别的更多风险，则只需卖出比较受欢迎的债券级别，例如中级债券，而无须担忧什么。因为风险经过有效的分散，银行遭遇打击的可能性非常之小，完全不必多虑其中的复杂深奥性。

银行也开始利用这些创新工具转移他们账簿上的交易金额。其中的一个做法是通过一种叫做SIV（结构性投资工具）的准空壳公司购买贷款，并通过拆分销售债券。这种做法首次出现在20年前，是花旗银行的两位银行家斯蒂芬·帕特里奇－希克斯和尼古拉斯·索斯迪斯为了逃避《巴塞尔协议》规定的资本要求想出的办法。SIV与银行紧密结合，没有像被称为特殊目的公司的空壳公司那样，与银行完全分离。银行通过卖出债券向SIV提供部分资金，而不是像空壳公司那样所有资金都是由自身募集。但是SIV独立提供部分资金，而且不体现在银行的资产负债表中，它有一点像一栋房子的车库：银行用于放置一些不希望保留在银行内部的资产的有用地方。具有类似功能的另外一种结构叫做银行证券发行平台，与SIV相似，但与银行关系更为密切。

这种混合状态使银行得以避开《巴塞尔协议》的规定，其资产负债表上可以保留的资产总额不再受到限制，使其能更好地平衡自身资产，获得更高的收益。银行可以这么做的重要原因是SIV筹集的部分资金不是来自银行，一旦信贷泡沫开始破灭，对《巴塞尔协议》存在的漏洞进行如此的特别应用必定会导致可怕的结果。这个漏洞是这样的：《巴塞尔协议》指出银行针对不到一年期的信贷安排无须保留资本储备。因此，银行专门把SIV和证券发行平台方面的信贷安排为364天或更短期限。然而，银行没有料到SIV和证券发行平台始终需要利用这些信贷安排工作。正常情况下，他们在短期商业票据市场筹集资金。在这个市场，SIV和证券发行平台可以在几个月内卖出可以取得回报的债券，有点像信用衍生产品。因此，购买债券的人们可以将信贷期限安排为略超过一年。他们筹集的资金用于购买安全而长期的债务票据，如抵押贷款债券。他们可以取得丰厚的回报，因为短期借款成

本低于他们购买的长期债券的回报。他们这样完成的交易叫做“套利交易”，当这种魔法般的交易取得的利润率缩小的时候，SIV就发挥杠杆作用——大量购买与他们筹集的资本额度相当的债券——总的说来，就是实现大笔收益。这一战略有一个重大的风险。杠杆不但可以扩大收益，同样可以扩大损失，再加上不断需要补充短期资金，SIV和证券发行平台因资金短缺而非常脆弱。如果商业票据的买方——如退休基金经理——停止购买此类债券，则SIV和证券发行平台就出现资金枯竭。而且通常要求SIV连续报告资产的市值——要求逐日报告。如果这些值急剧下降，商业票据的买方可能会决定退出。但是，SIV坚持购买优质资产，即只购买那些信用评级机构评级为AAA级的资产，因此事情变坏的可能性似乎非常之小，或者说他们是这样认为的。



新型信用投资产品的繁荣真正难以想象的是，除了银行家之外，几乎没有人知道SIV和CDO等工具的存在。即便是监管机构也只是模糊知道一点儿银行真正在做什么。然而，SIV如雨后春笋般地不断发展。金融家已经制造出了完全不受控制的“影子银行”系统。

随着创新步伐的不断加快，信用产品逐渐成为一种金融家都需要努力理解其中奥妙的东西。最终产品和标的资产之间的连接因不断复杂化越来越脆弱。银行家们开始变得像柏拉图的故事中的洞中居民——最多只能看到事物的影子，而不是有形的现实。许多金融家缺乏真正理解这一新领域各种关系的认知能力。这些复杂的产品不能只通过一支笔和一张纸来分析，也不是一两台掌上电脑可以分析清楚的。债务经过多次拆分，风险的计算只能通过复杂的计算模型完成。但是许多投资人根本不知道银行如何推出他们的计算模型，也没有数学专家可以评估计算。毕竟，每一位玩家都有自己的模型分析方法，正如特里·杜洪所评论的：“相同的CDO等级在不同的银行都会有完全不同的价格，因为他们使用不同的相关系数模型。”

投资人通常依靠评级机构的数据来指引他们在这块陌生的领域进行投资，评级机构似乎可以为人们处理复杂问题提供合理而简单的解决方案。评级划分非常简单：如果评级为AAA，则代表几乎不会发生违约；如果评级为BBB或CCC，则风险会更高一些。在一个令人颇为困惑的领域，那些明确的划分让人非常放心。更值得放心的是，评级机构的数据都是经过大量研究推出的，这是评级机构产品宣传的关键所在。

就像中世纪时期教堂中的牧师那样，评级机构的代表仿佛在讲金融拉丁语，聚众听讲的投资者当中没有几个人可以真正听懂。无论如何，大家还是比较轻松，因为大家知道牧师在教导人们、在传授福音。就是这样的福音保证整个系统的运作：AAA评级保证SIV可以筹集资金，银行可以发放贷款，投资者可以购买收益巨大的复杂金融产品，这一切都不会有人过分担忧。

一些银行家对利益的诱惑提出警告。“如果人们只是关注评级，会导致投资银行的产品（出售）变得更加不着边际，”BISTRO团队的重要人物查尔斯·帕杜这样评判，“我认为我们没有必要欺骗自己，把一切交易都当做公平合理的。我参加过银行家销售此类产品的经销商大会，他们对产品原理的解释简单得吓人……许多看起来相信相关模型的人们都在投资，但他们并没有理解投资产品的原理，在固有模型发生变化的时候，事情就会变得非常可怕。”

自然，评级机构会坚持声称这样的担忧是莫须有的。穆迪、标准普尔和惠誉都分别大笔投资开发超前的系统，分析全系列创新产品的风险模型。为了防止他们的计算出现错误引起恐慌，这些机构还努力向投资人说明这些系统的原理。“我们做的一切都非常透明。”穆迪结构化融资团队的高官保罗·马扎托这样说。穆迪甚至在2004年通过互联网公布了具体模型的细节，名称是CDOROM。“我们的模型有点像

市场模板。”马扎托评论说。“许多CDO都按照该模型评级，在许多组合交易管理中都有应用。”他继续带着自豪讲述。

然而，这样的安抚没有让帕杜和其他人感到放心。正是因为评级机构孜孜不倦地将具体模型的原理详细公布在网上，银行家才得以轻松梳理这些模型，找到可以利用的漏洞。到2005年，他们大肆利用其中的漏洞开展交易。只要一位银行家想出一个创新观点，就开始仔细研究评级机构的模型，确定他设想出的新产品可能会有怎样的排名。如果排名显示太低或太高，就将产品进行适当调整。这样做的目的就是得到高风险水平的高排名——使得产品可以产出最重要的高投资者回报。在银行业，这样的游戏叫做“排名套利”。

评级机构的负责人员非常清楚这样的游戏一直在进行着，但是他们无能为力。银行比评级机构拥有更多资源，因此，他们可以推出更好的模型、聘请最精明的结构化金融专家。而且，银行在商业方面也执掌大权。尽管在企业债券领域，评级机构对上千家公司的债券进行评级，而且有关收费不依赖任何一家机构，但这些信用产品却是由更小范围内的银行推出的。如果评级机构没有按照银行的期待推出排名，那些银行就会不断进行威胁，评级机构为银行提供服务可以收取的巨额费用就变得有点危险。评级机构会不时表明他们的立场——不能总是被银行牵着鼻子走，但是也非常小心，不会冒犯银行太多。一家评级机构为CDO进行评级，有时候一次即可收取10万美元，或者几次的收费即可达到这个水平。而且，来自银行的评级工作增长迅速——以至于在2005年，穆迪几乎一半的收入都来自结构化融资部门；20年前，这个部门创收非常之少。

除了利益冲突，评级机构公布的评级会引起另一个恶性问题。在努力判断这些产品的风险之时，评级机构碰到了一个问题。这个问题原J·P·摩根BISTRO团队在考虑推出抵押贷款BISTRO交易时曾经也遇到过，即如何推测违约模型。可供参考的数据很少。按照过去的违约

情况推测未来的违约可靠吗？即便可靠，历史数据也相当匮乏。最难应付的问题是违约的“相关性”程度——计算发生一次违约可能引发更多违约的概率。不同的模型对这个问题有不同的处理方法，部分原因是他们经常选择不同的数据进行分析。“最可靠的可用信息是（历史）违约数据，但是相关案例非常之少，”穆迪伦敦董事总经理加雷思·莱文顿这样解释，“因此，我们根据评级的变化分析相关性。然而，比如股票价格却用其他方法来分析相关性的变化。”

然而，几乎所有这些只有些微不同的方法都使用相同的基础数学方法计算——或者像穆迪的官员命名的那样，叫“统计引擎”——根据历史数据推测未来违约的可能性，使用贝尔曲线图表，假设损失会以相对稳定的方式发生。

2000年3月，J·P·摩根的研究员李祥林发表了具有开创意义的文章，提出按照成熟的统计方法，即知名的高斯混合模型评估相关性。从根本上讲，这是评估多个不同变量之间依赖程度的方法。他将其应用到企业债券CDO，这一理念很快就传遍了几乎所有的银行、评级机构和投资集团，各机构都开始在他们自己的模型中应用该理念。其实，一些银行家喜欢开玩笑地说高斯混合模型就像CDO领域的内燃机，促使他们都以越来越快的速度推出越来越多的CDO。

在许多方面，李祥林所做的工作对整个行业都非常有用。正如《华尔街日报》有力指出的那样，李祥林的高斯混合模型表示银行不但有办法掂量“一袋苹果”（如公司），而且可以预测全部烂掉的概率。这样，银行家就可以更有信心地交易不同的CDO风险——其实，CDO交易已经促成了叫做“关联交易”的新型业务，“关联交易”促使CDO内部或CDO间的关联投注都发生了变化。但是，这种模型也存在新的风险。银行越是依赖李祥林的高斯混合模型，推出的新型关联风险就越多。因为人们都在使用相同的统计方法设计他们的CDO包含的风险，一旦经济状况违背了那种模型，大量的CDO就会瞬间遭遇损失。正

如海湾国际银行的CDO经理亚历克斯·弗罗德所解释的："问题就是所有的结构都按照相同的方法设计，都有相同的诱因，一旦出现风暴，所有船只都将倾覆。"

更糟糕的是，高斯统计方法的基本理念似乎不适合应对所有船只一起倾覆的情况。同其他模型一样，高斯统计方法仅适合那些进入"引擎"的数据，而那些数据通常来自过去的经验。如果发生了完全预料之外的情况——数据组合中不存在的事件——则该模型就会失效。优秀的统计学家一直在想办法利用他们可以得到的数据避免发生问题。然而，信用领域的新兴特性导致根本没有大量的分析数据可查。当"过去"只是两年前的时候，还怎么通过过去的数据判断双层CDO的发展趋势呢？况且，次级贷款方面的衍生产品还从来没有进行大范围的交易。如果真正的投资者恐慌发生，出现了未曾有过的销售连锁反应，那些模型又如何预测会发生什么呢？正如李祥林自己对他推出的模型所作的评论那样："最危险的就是人们认为一切都源于其中的时候。"

但是，即使一些观察家高度怀疑评估风险的方法是否正确，也很少有人愿意站出来阻止。没有人会对收益产生质疑。2003年到2004年，最大的投资银行的收入增长14%，达1 840亿美元，利润达610亿美元。花旗集团、高盛、摩根士丹利和德意志银行都报告收入喜人，高盛的收入最高，超过160亿美元。出现这种情况，部分原因是银行的资本市场担保、股票交易和并购交易等传统业务从互联网崩溃的萧条中复苏，另一个重要因素是信贷的繁荣。2003年到2004年，大型跨国银行的资本总额从9 000亿美元上升到5.4万亿美元，创造了历史新高。

然而，在这次轰轰烈烈的大好发财时机，有一家银行显然没有什么值得庆祝的，它就是摩根大通。早在2004年，摩根大通就开始了信用投资的繁荣时期，可笑的是后来却远远落后于新加入信用投资业的其他银行，这很大程度上是因为J·P·摩根的管理层决定退出抵押贷

款CDO和CDS业务。分析师对银行的业绩印象平平，股票价格委靡不振。银行急需注入新的力量，开始摩拳擦掌以震撼整个系统。

第七章
戴蒙挂帅

2004年1月，摩根大通再次卷入全球银行业的并购狂潮。这一次，收购对象是位于芝加哥的美国第一银行。1月14日，摩根大通的首席执行官威廉·哈里森宣布以580亿美元完成收购，成就了金融界最大的交易之一。

起码，按照哈里森的观点，这次收购的基本动机是摩根大通希望将零售业务扩展到整个美国。美国第一银行是全美第六大零售银行，在中西部拥有强大的网络，而且是最大的VISA卡单一发行机构，在17个州拥有2 300家分行，摩根大通与第一银行将组成几近花旗集团规模的银行业巨头。另外唯一一家规模相近的竞争对手是美国银行，当时该银行正在收购波士顿舰队金融公司组建另一家超级银行。

这笔交易堪称精明，一些分析师觉得哈里森是在努力让自己摆脱困境。当安然公司、世界通信公司和其他摩根大通的客户损失不断增加、银行股票价格下跌之时，他承受着巨大的压力。然而，哈里森决不轻易低头。他需要想办法阻止人们的批评，推动股票价格上涨，收购第一银行正是他找到的办法。交易宣布后，分析师——以及摩根大通的员工——都注意到一个事实：收购把盛气凌人的金融家杰米·戴蒙带到了摩根大通，大家都知道，他在20世纪90年代曾参与创建花旗集团的金融帝国。

早在2004年初，戴蒙就负责第一银行的运营，而在并购方面，他没有哈里森经验丰富。戴蒙担任首席运营官（COO）兼总裁，而哈里森担任首席执行官。但是收购交易中明确要求当60岁的哈里森任期两年

退休后，戴蒙接任首席执行官一职。“大家都向我汇报工作，但杰米·戴蒙是总裁、首席运营官，”哈里森平静地解释道，“他（戴蒙）负责银行的零售业务，还有金融和风险管理部门……这样的职责分工是不错的做法。”

华尔街认为这一切简直不可思议。两位领导性格完全相反。戴蒙是言辞激烈、反应敏捷的纽约人——《财富》杂志称他为“皇后区神童”；而这份杂志对哈里森的描述却是“温文尔雅的南方绅士”。他们之间明显的唯一共同之处是有着疯狂并购银行的工作经验。

戴蒙的职业生涯开始于和桑迪·韦尔一道吞并所罗门兄弟公司、花旗银行和其他机构，创建花旗集团帝国之时，他还有长期排挤接管公司中的头目的经验。在摩根大通，到处都是有关哈里森任期时间的传言。“大家都说戴蒙将出任首席执行官，”就在收购宣布后不久，一位记者直接问哈里森，“这样的传言会让您烦恼吗？……您是否觉得从某些方面讲，未来两年的任期只是时间上的拖延而已？”哈里森毫无顾虑地回击了这些疑问。

两家银行合并之时，戴蒙只有47岁，比哈里森整整小了13岁。但是他已经取得了诸多传奇般的成绩，超过了比他年长两倍的其他华尔街的金融家们。他在纽约州皇后区长大，出生于一个来自士麦那的希腊移民家庭。戴蒙的祖父是普通的经纪人，父亲西奥多在华尔街做同样的工作，后来进入所罗门兄弟公司。小时候的夏天，戴蒙经常在父亲和祖父的办公室打发时间。父亲不错的收入给他提供了良好的教育，他在曼哈顿上东区的精英预料学校布朗宁学校开始接受教育，后来在塔夫斯大学学习心理学和经济学，取得了哈佛的MBA学位。

1982年，26岁的他从哈佛毕业，得到在高盛和摩根士丹利工作的机会，但是他拒绝了这些上层精英职位，加入了桑迪·韦尔的团队。韦尔是戴蒙父亲的一位朋友，当时在美国运通工作，是一位积极进取、前程似锦的金融家。戴蒙的选择是一次大胆的抉择。韦尔是华尔

街颇有争议的人物，有点像局外人。但是他同样具有说服力、企业家精神和远大抱负，戴蒙非常钦佩这些品质。

几年后，当韦尔被排挤出美国运通后，他们俩就开始疯狂地开展收购工作。首先，他们组建团队收购了艰难维持的消费信贷公司——商业信贷公司，将其作为收购其他公司的工具。最后，20世纪90年代末，在《格拉斯－斯蒂格尔法案》退出历史舞台的时候，他们完成了最大的收购，收购旅行者保险公司创建了花旗集团。

他们的合作进行得出奇的顺利，但是他们的故事还是出现了意想不到的转折。局外人通常把他们的关系比做父子关系，因为从情感上看是这样。记者们还倾向于认为是韦尔一手促成了交易。然而，戴蒙强烈反对韦尔担任着父亲的角色这样的评论。他把这位老人当做自己的经理，而且还不是一位好经理。他还坚持声称自己在开发战略方面，至少和韦尔一样发挥着重要作用。他在花旗集团的好朋友史蒂夫·布莱克等人都非常认可这一点。

随着20世纪90年代的结束，韦尔和戴蒙的关系也不断恶化，争吵不休。这样的分歧从1995年戴蒙拒绝提升韦尔的女儿开始，韦尔的女儿当时在花旗集团工作。最终，两人的关系不断僵化，戴蒙离开了花旗集团。16年的合作关系就这样骤然结束了。

有一年多的时间，戴蒙一直赋闲，没有工作。他从人们的视线中消失得无影无踪，一些华尔街的评论家甚至说他转行了。后来，2000年，他接受了每况愈下的第一银行提供的职位。那是戴蒙作出的最英明的战略决策。

和大通银行一样，第一银行是在20世纪90年代的并购狂潮时期，由三家中西部银行胡乱合并在一起的运转不灵的大型银行。戴蒙到芝加哥上任之时，银行因互联网贷款违约和过于臃肿的成本结构而颓废不堪，几近破产。很快戴蒙就解雇了原有管理层，聘用新的银行家上

任，包括来自花旗集团的员工，削减成本17%——15亿美元——改良了银行的贷款状况。考虑到客户的需求与便利，他还彻底重组了零售银行业务。到2003年，银行报告收益达35亿美元，终于从2000年损失5.11亿美元的不利局面中恢复过来。银行状况得到良好改善，命运再次垂青于他。

在互联网崩溃、安然公司和世界通信公司的丑闻对华尔街狂轰滥炸、产生广泛的消极影响之时，花旗集团深受打击，桑迪·韦尔的名声严重受损。2003年10月，他黯然辞职。而在与纽约相隔千里的芝加哥，戴蒙却是那些年少数几位名声不仅完好无损，而且一路上扬的银行家之一。哈里森决定选择戴蒙和第一银行是非常英明之举——分析家一致这样认为。如果有人可以恢复人们对受损的摩根大通品牌的名誉和信心的话，那就是戴蒙。

人们唯一不清楚的问题就是戴蒙将如何改变银行的前途。他会不会与自己重磅参与打造的花旗集团这一巨头正面交锋呢？抑或，他另有妙计？



在摩根大通上任之后，戴蒙立即穿梭于大西洋彼岸各国，熟悉银行在欧洲的业务，包括比尔·温特斯创建的出色的金融衍生产品帝国。温特斯现在是原汉考克团队中依然留在摩根大通的最资深的一位了。

伦敦的银行家们尤其期待见到戴蒙——但也有着明显的担忧。经过与大通方面三年艰辛的内部争斗，那里留下来的摩根团队（原J·P·摩根的银行家们这样称呼自己）对大通方面的一切都非常小心。也有一些人显然对戴蒙不抱什么期望。戴蒙在摩根大通就职之前的几年，一直有谣言称他对投资银行业没有兴趣。部分原因是在20世纪90年代末，戴蒙负责花旗集团的投资银行业务所罗门美邦时，停止

了其在美国的自营交易业务。愤怒的所罗门美邦银行家随即得出结论：戴蒙不喜欢证券交易人员。戴蒙强烈否定，指出他在和韦尔共建花旗集团之时就选择兼并投资银行。然而，谣言还是让J·P·摩根的银行家十分谨慎：他们想知道戴蒙会对强大的金融衍生产品采取什么态度。

伦敦的银行家们焦急地准备了一份简报，在戴蒙到来之前就发给他过目。到2004年，他们有大量的好消息可圈可点：金融衍生产品业务快速扩展，保险业务也同样发展迅速。而且，银行也在准备与英国知名的投资银行嘉诚集团组建合资企业，嘉诚集团承诺为合作后的摩根大通提供扩展欧洲咨询和保险业务的强大平台。

原J·P·摩根衍生产品团队的托尼·贝斯特非常希望戴蒙到伦敦后就立刻与他见面，共同商讨之前发送的简报。没有人会想到一家银行的头儿会有时间真正去读一份简报，这样的会议开头往往是浏览那份简报的内容。然而，戴蒙与众不同。“我读过报告了。”他用带着鼻音的皇后区口音直截了当地说，接着提出了一些极其相关的问题，说明他确实非常认真地阅读了那份报告。他对自己非常自豪的一点就是总是努力用心地在会前记住相关报告的内容。“我们必须回去做功课，我一直都是这样。”戴蒙很喜欢这样讲。

大概一个小时的时间中，戴蒙一直在与贝斯特和其他员工一起讨论欧洲的金融衍生产品市场。很快事情就非常清楚——与此前的谣言相反——他了解复杂金融产品的微小细节。大家在一起集思广益、群策群力。最后，讨论出现了完全意想不到的话题。“你们知道这些电话得付多少钱吗？”他指着桌上的电话问道。大家一片沉默。处理专业化的金融衍生产品的投资银行家们从来没有关心过电话的事情。“我来告诉你们！”戴蒙宣布。他喜欢向自己的听众提出富有挑战的反问，让人们紧张不安。“现在伦敦分行一部电话的平均价格是22美

元。我了解过了，其实可以只花9美元。所以，我现在就打电话给5家服务商，让他们给出更优惠的价格。”

原摩根团队的一些员工很是惊讶。他们从来没有见识过像戴蒙这样的领导，从某种意义上说，他仿佛证实了他们最大的担忧。抑或这就是他？贝斯特显然认为戴蒙冰雪聪明：他不但记得英国电话系统的详细情况，而且非常了解信贷领域，甚至了解那些复杂的缩写词。“他不同于我以往遇到的任何一位领导。”贝斯特坦诚地和一位同事说。到处都在传着戴蒙将在银行开展哪些工作的猜测。



实际上，戴蒙的计划既称得上高度复杂，又可以说极其简单。尽管当时原摩根团队的银行家都没有发现，但是戴蒙任职于摩根大通时就已经对原J·P·摩根的工作有了广泛的了解。这一切从戴蒙10多年前就与前首席执行官丹尼斯·韦瑟斯通成为朋友开始，而外界对此鲜有了解。20世纪90年代初，J·P·摩根本人就是韦尔和戴蒙在创建花旗集团的过程中，首先接管的不守规矩的金融集团——商业信贷公司——的一流银行家。因此，韦瑟斯通与他们熟悉起来，他经常到位于巴尔的摩的商业信贷公司总部出差，反映出韦瑟斯通对待客户关系的传统忠诚态度。

韦瑟斯通一眼就看中了戴蒙，或许是因为他最初只是一个局外人的角色。有一段时间，韦瑟斯通甚至提议韦尔用心指导戴蒙，而韦尔对此不以为然。尽管韦瑟斯通只是戴蒙的一位非正式导师，但他和戴蒙进行过长时间的沟通。“我崇拜丹尼斯·韦瑟斯通——十分崇拜！”戴蒙后来回忆道，“桑迪·韦尔从来都没有给过我一点儿建议，他没有给过我任何指导。但是我认为韦瑟斯通在某种程度上是我的导师，因为他确实对我非常照顾。”

通过沟通，戴蒙越来越尊重韦瑟斯通的观点。“那是原J·P·摩根优良的、恪守道德的作风。他们信奉努力做正确的事情，努力为服务客户的理念。”戴蒙回忆说。然而，20世纪90年代中期，戴蒙对J·P·摩根的业绩越来越失望。他欣赏银行令人敬佩的历史和强大的业务网络，但是认为摩根过分傲慢和保守。后来，他非常不认同摩根与大通的合并，合并引发了诸多毫无益处的内部争斗。“我对（摩根大通）的第一印象是完全缺乏规则——存在太多的政治，”戴蒙回忆说，“除了投资银行业务之外，当时银行乱极了，投资银行业务包含很多嵌入式业务。但是，同样也是缺乏规则，根本没有一点规则！”

在戴蒙看来，缺乏规则就是罪大恶极的事情。这种观点源自他对银行业务更加精益求精的态度。与外界所传的不同，他来到摩根大通以后并没有无视高级金融运作的内部详情。他有着强烈的好奇心，而且极其善于理解数据，有着几近相机记录般的强大记忆力。他对自己每个月花时间研究新型产品的做法引以为豪。“我喜欢研究报告、新观点，仅仅只是喜欢！人必须不断地挑战自己。”他总是这样说。与此同时，这也让他了解了先进的市场工具是如何发挥作用的。

20世纪90年代末，任职于所罗门兄弟公司之时，他会花大量时间坐在交易桌前分析银行状况。所罗门兄弟公司的交易员最初只是敷衍搪塞，给他看一些复杂得难以捋清的交易记录。然而，戴蒙还是辛苦地分析了这些数据，最后得出结论：交易账簿上只有10项极其相似的战略。就职于摩根大通之时，他重复进行着同样的数据分析工作，决心要搞明白这些数字。他认为金融衍生产品相关数据的复杂性不仅容易产生误导，而且没有必要。“人们认为我不懂这些产品，因为我没有交易背景。但是其实我比他们想象的要明白得多。”

然而，在一定意义上，戴蒙与一直在高级金融领域工作的人们还是有很大不同的：正是因为他的职业生涯不是在高级金融领域开始的，他才没有被高级金融的复杂性或潜质牵制。他对高级金融既不反

感也不敬畏。他认为有效经营银行的唯一办法就是将银行业务看做一项生意。原J·P·摩根的银行家们可能认为他们在参与什么崇高的金融行会，而20世纪末从事衍生产品工作的年轻小伙子们强烈认为他们在创建崭新的网络金融世界。戴蒙表现出完全务实的态度。对他来讲，银行家们既不崇高也不是宇宙大师，他们只是从事具体工作的商人，努力推动资金在金融领域有效发挥作用。银行只是在做那样的工作。

“银行业的经营有点像小型零售店。”戴蒙有时候这样说。他喜欢类推，因为他认为这样可以保证“即便是年迈的祖母也可以理解银行的工作”。“你必须清楚客户需要哪些产品。接着，你要进货，并且迅速卖出，实现利润。如果库存出现错误，就会亏损。债券交易、金融衍生产品或零售店同样如此，都是生意。”

“而且，”他继续补充，“你必须认真记账，不能拖欠簿记，不能只做简单簿记或者其他什么簿记——你必须了解所有的库存情况。我一直强调摩根大通必须只保留一套账簿，而且要做到精确全面。”

这种废除冗余的风格体现在戴蒙所推出的战略的方方面面。像所有需要记录库存的小店主一样，戴蒙总是热心了解银行资产清单中的每一个细节。他希望准确了解资金如何在银行运作或停止运作，花时间去检查IT系统和交易账簿。同时，戴蒙还知道取悦员工和客户是多么重要。他发现自己很难容忍官僚作风或例行公事的态度，喜欢富有激情、轻松自由的环境。“我总是对大家说：‘要直截了当！’‘坦率沟通！’我讨厌所有浪费时间的做法。”他总是这样说。心血来潮的时候，他会在走廊里来回走动，碰到员工就向他们不断提出业务和交易方面的问题，也会关切地询问员工的家庭生活。他在心里对这些细节归类，供日后所需之用。他对传统的等级制度不以为然。在其他银行，投资银行家通常要求比零售银行家拥有更高的地位，而他们都认为自己高于从事银行基础工作的基层“后勤”员工。戴蒙十分清楚

银行的所有部门都对他的金融“库存”正常运转和获利至关重要。“你认为经营信用卡业务有多么复杂？”他有时候喜欢在谈到金融创新时，向在座的员工提出挑战，“我来告诉你——复杂得要命！处理信用卡是银行业最艰难的挑战。”

戴蒙对待风险的态度也是这样。他不认为自己非常反感风险。相反，他的职业生涯证实他总是在大胆下注，事业起步之初他就决定与韦尔合作，而没有选择进入鼎鼎大名的高盛。然而，戴蒙强烈认为风险必须得到合理管理，而且他对待风险的态度同样像小店主必须关注现金流那样事无巨细。其实，戴蒙在评估和监视风险方面受到了丹尼斯·韦瑟斯通的强烈影响，他经常表达出汉考克和前J·P·摩根的银行家们曾经倡导的观点。他不会把风险管理的工作扔给专业的风险管理部门来做，他最喜欢的词语“要塞式资产负债表”——银行务必须保留大量储备资金以应对不测事件——就是对这一观念的简要表达。“我们必须做到保持要塞式资产负债表！”他经常重复对员工讲，“没有人有权认为经济周期不会轮回！每五年左右，就会有不好的事情发生。”



在摩根大通就职几周后，戴蒙开始实践自己的理念。他说到做到，强制伦敦分行与电话服务商达成了新的交易。但那仅仅是开头。当戴蒙出现在银行，观察到各种细节后，居然发起了彻底的削减成本措施，消息闪电般在公司传开。他规定员工必须自己买手机，禁止银行花钱给员工买高尔夫俱乐部的会员资格。随着措施的广泛开展，银行到处都在猜测着戴蒙下一步还打算做些什么。一个（不真实的）故事讲述的是戴蒙在监视某位银行家预约出租车，以防其为了累积报销票根而让出租车空转。甚至还有谣传称戴蒙在关注员工餐厅的汉堡大小，连汉堡都想缩小一点儿以控制成本。

大多数的故事都是荒诞无稽的（戴蒙从来没有检查过汉堡大小的问题），但是那些传闻促进了他目的的实现。随着故事的广泛传播，银行家们开始担忧，他们主动开始削减成本。第一年，银行的运营委员会——最资深的管理部门——实现了30亿美元的成本节约。这些资金被重新投资到银行的其他地方。大通的零售银行分支业务复苏；投资银行部门开始招新，以弥补原J·P·摩根员工大批离开留下的空缺。投资银行约在数据中心花费了15亿美元，在技术部门开支了10亿美元。

技术方案尤其受到戴蒙的关注。第一次去伦敦出差的时候，他特意绕了一个弯，没有直接到巴比肯附近的伦敦总部，而是径直来到伦敦以南100英里的海边小镇伯恩茅斯——银行在英国的IT运营总部。在那里，他召开了一次集体会议，花几个小时与大家讨论银行的IT基础建设问题。

英国的IT专家非常吃惊。在大部分银行中，做技术支持的员工要么屈尊俯就，要么完全被忽略。戴蒙则认为，如果IT部门的效率低，就不能实现摩根大通这一并购巨头的良好运作。戴蒙认为技术基础建设非常重要，不能随意外包。他上任之前，哈里森与IBM签署了高达50亿美元的IT外包协议，是金融行业最大的一笔IT外包业务。然而，9月中旬，戴蒙取消了这项合同，将IT工作转到公司内部完成，以便他可以全面掌控具体情况。

他还重组了人力资源。戴蒙就任之前的4年中，摩根大通不同部门的经理们很少进行面对面的沟通，大部分跨部门的沟通都是通过电话或电子邮件进行的（或者，更多的情况下是根本就不沟通）。上任后不久，戴蒙推出了新的专供董事总经理们就餐的餐厅，要求各部门的头儿每周在午餐时间进行几次面对面的沟通。“大家必须互相沟通，而且要注视着对方沟通！”他解释说。

他还召集运营委员会会议，按名字向大家公开300位最资深的员工的薪资——而且是当着其他部门的同事公开。那是彻底的变革。在J·P·摩根乃至其他所有的银行，薪资水平是严格保密的。但是，戴蒙决定打破等级划分。他坚持认为新的银行应该是精英管理制度，每个人的价值都应完全根据个人的工作表现决定。为了强调他的观点，他宣布结束附加特殊优惠条件的劳动合同。相反，现在所有员工都签订简单的基本合同。戴蒙提出了具有社会学家智慧的闪光观点，唯一例外之处是医疗保险，要求薪资最高的员工支付相对较高的医疗保险费，以补贴薪资最低的员工。“这个公司没有什么优惠条件，没有特殊优惠。”戴蒙说。

这些措施导致整个银行薪资水平和员工身份都发生了变化，风险部门受益最大。在华尔街的银行中，所谓的合规控制和风险部门——确保银行遵守规定，监控银行整体风险水平的辅助部门——通常没有与银行家同样的身份和薪资，而是地位相对卑微。他们也没有什么权力，因为本身不直接产生收益。戴蒙提高了监控风险的员工的薪资，目的是促使一些交易人员加入这个工作。他还清楚地指出风险和合规部门的员工对银行具有真正的影响力。银行要求大批员工参与风险部门组织的培训课程，而且要求高级经理人参加风险会议。戴蒙坚持认为员工应当真正全面认识风险。他声称，眼睁睁地看着风险困扰银行有限的“壁垒”，或只是简单地将风险分包到一个部门的做法都是远远不够的；风险也不能缩减为几个数学模型。早在15年前，丹尼斯·韦瑟斯通管理银行的时候，J·P·摩根就推出了VaR（风险价值）的理念，后来这一理念传播应用到整个行业。那确实是宝贵的成就。然而，戴蒙无意过分信奉VaR理念。戴蒙（像韦瑟斯通那样）认为数学模型是有用的工具，但只能作为指南，而不是权威。模型不能代替人的思维。使用VaR唯一安全的方法，或者按照戴蒙的观点，就是同时应用多种其他分析工具——包括人的思维。

☆ ☆ ☆

到2004年末，关于戴蒙将把哈里森排挤出局的猜测泛滥成灾。“在那儿的卡修斯面黄肌瘦……这样的人很危险。”桑福德·C·伯恩斯坦公司的分析师布拉德·欣茨引用莎士比亚的话这样评论。银行的前景让J·P·摩根的银行家们倍感高兴，尤其是原摩根团队的成员。尽管开始的时候，许多人都对戴蒙有点戒备，但几个月后，大家的不安情绪就转变为对他的尊重。从外表看，戴蒙几乎没有J·P·摩根的任何特质。周末，他有时候会穿着运动鞋到办公室，在银行的精英餐厅大口吃汉堡和薯条。他很少因为自己说出不雅的脏话而不安。但除了个人性格，戴蒙的银行理念与原J·P·摩根的精神非常吻合。

将摩根大通转变为对冲基金的帝国，或模仿盛气凌人的高盛，推出极具挑战性的交易策略、用银行自己的资金下注，这些都不是戴蒙的兴趣所在。他急于推出稳定而平衡的交易业务，这与J·P·摩根的传统非常吻合。正是戴蒙的随意让人觉得他与原J·P·摩根血脉相连。在原J·P·摩根，年轻的衍生产品交易员可以嬉闹着把顶级上司推进游泳池，撞坏别人的鼻子也不必担心会被解雇。

“在原J·P·摩根，人们会互相问候彼此的家人，甚至因此忘记工作的事情。戴蒙也是这样的。”伦敦的银行家雅各布·斯托特注意到这一点。但是，戴蒙没有想过在摩根大通这样规模宏大的银行建立和之前一样的家人般及兄弟般的情感，而且他也不愿意那样。他在努力创建一个精英领导班子，而不是创建员工无论表现如何都终生就职于此的传统意义上的俱乐部。

摩根大通的一些员工对这样的变化感到紧张不安。他们抱怨说戴蒙似乎过于相信自己的观点了，可能会因狂傲自大或不自量力而产生不良影响。少数人抱怨说高级管理层都成为“杰米俱乐部”了——都是忠实于杰米·戴蒙的员工。然而，这样的冷言冷语没有到处传播。对许多原J·P·摩根的银行家们来讲，戴蒙冷酷的管理风格和出色的能力与原J·P·摩根的价值观融合在一起的理念让他们甚是激动。

原J·P·摩根的银行家们开始认为戴蒙冷酷的管理风格加上他对原J·P·摩根价值观的认可，就有可能形成强大的力量集团。正如伦敦办公室的托尼·贝斯特点评的那样，“第一次见到戴蒙时，他关注着电话的事情，我们都有些吃惊。但是后来，我们发现他与众不同，我们过去没有遇到像他这样的人。他简直就是我们在J·P·摩根时一直期待却一直没有真正遇到的一位领导”。

随着工作的不断开展，摩根大通的员工逐渐开始感激戴蒙的到来，即使在银行业的大部分公司都摆脱了理性的管理约束之时，摩根大通依然在坚持风险管理的原则。

第八章
风险业务

2004年10月末，杰米·戴蒙和威廉·哈里森公布了当年第三季度的银行报告，第一银行与摩根大通合并以来的第一次联合报告。结果不容乐观，第三季度的利润比上年同期下降13%（上年同期也发展欠佳），主要是固定收入交易的亏损。“当前结果低于预期，主要是疲软的交易所致。”哈里森以他一贯温文尔雅的方式宣布。“糟糕的结果！”戴蒙直言直语，“真糟糕！”

一些分析师希望这个结果只是反常现象，期待神童般的戴蒙不久就会扭转形势。但是，下一季度的结果依然不景气，2004年全年总收入仅45亿美元，而上一年度达67亿美元。股本回报只有6%，同年行业平均股本回报上升至15.5%。2005年第一季度形势有所好转，然而，春天的时候又出现了逆转。“人们几乎可以听到摩根大通的投资者在哼唱：‘我们为何等待？噢，为何等待？’杰米·戴蒙的忠实追随者确实在经受考验。”2005年8月《金融时报》这样评论：“他进行的大规模银行业并购依然没有带来投资者期待的成果，股票价格并没有从上月的沮丧结果中反弹，尽管交易情况在许多人看来有所改进。”

银行的员工紧张地猜测着戴蒙会有什么行动。2004年初，前美国银行首席执行官戴维·库尔特一直负责投资银行业务。就在戴蒙担任新的首席运营官之前，库尔特被排挤出局。投资银行的管理交由库尔特的两位副手：曾与戴蒙一道工作的前花旗集团银行家史蒂夫·布莱克和比尔·温特斯。

温特斯与布莱克的合作得到戴蒙的认同，但是许多观察家认为非常奇怪。其实，一些员工已经开始打赌看这两人谁会首先出局。联合主管的结构已经引发了恶性内部争斗和互相猜疑，这样的组合似乎预示着同样的结果。首先，布莱克在花旗集团工作期间就与戴蒙共事，事实上，他们两人走得很近，1998年末韦尔解雇戴蒙后，布莱克不久也辞职了。相比之下，温特斯过去与戴蒙没有什么合作，他们的性格也截然相反：戴蒙是明显的外向型，而温特斯不喜欢抛头露面。银行之外，甚至没有几位观察家听说过温特斯。另外，戴蒙从来没有公开表示过对复杂金融创新的热情，而温特斯对此却满腔热忱。“我现在的老板如摇滚明星般！”温特斯有时候会和同事们这样开玩笑，“但是，至少我们其他人都不用面对媒体和公众的目光。”

然而，戴蒙聪明过人，他知道温特斯拥有他需要的能力。首先，温特斯管理着银行美国以外的交易业务，全部投资银行业务的一半收益来自其中。而且，温特斯是维系原J·P·摩根金融衍生产品团队的重要人物。“温特斯早在无缝尼龙丝袜发明的时代就阅历世事了，”《欧元周刊》的专栏作家伊恩·克尔这样报道，“在庞大的金融衍生产品组合中，他知道所有机构的具体角色。”

J·P·摩根的高级管理层强烈否认有什么“庞然大物”。然而，温特斯确实比其他人知道的产品组合要多，他也善于察觉风险。这可能源自他非同寻常的生活经历。在同事们看来，温特斯似乎是典型的美国年轻人。他工作努力，也喜欢和同事们一起聚会。然而，实际上，他来到J·P·摩根之前的生活是很不普通的。20多岁时，他在科尔盖特大学学习国际关系，希望做一名外交家。因此，有一年夏天他去了克罗地亚共和国，爱上了当地的一个女孩子。后来，他搬到巴尔干生活了一些年，在社会主义制度下的一家啤酒灌装工厂工作，学会了一口流利的克罗地亚语。与新婚的克罗地亚妻子返回美国后，为了谋生，他申请了J·P·摩根的一个职位。后来，他发挥自己的聪明才智，很快升职到金融衍生产品部门工作。但是，他从来没有理所当然

地认为报酬丰厚的银行业本该如此。20世纪90年代初，一场残酷的战争在巴尔干爆发，从此克罗地亚陷入混乱。这让温特斯深刻地认识到生活中意想不到的事情随时可能发生。系统随时可能崩溃。从此，他再也没有忽视过表面上“不可能”的风险，无论是金融领域还是其他领域。

温特斯很少与同事们谈及自己的过去。然而，大家可以看出他务实、低调，而且可以灵活应对多种文化的能力。他理解企业为了生存而悄然行使精明的计策、实施战略联盟的做法。布莱克也是如此。因此，与人们的预期相反，温特斯和布莱克共同创造了一段成功的合作佳话。

就在戴蒙宣布同时提拔他俩后，他们随即一起坐了下来，布莱克对温特斯说：“我们都是有点名气的人物——我们知道大家都在打赌看我们中间谁会首先干掉对方！那就让大家瞧瞧我们确实可以很好地合作！”温特斯说他非常同意这一点。为了避开无谓的大吵大闹，他们一致同意约定一个规则。首先，他们一致认为要把工作描述复杂化。伦敦的员工通常首先向温特斯汇报工作，而纽约的员工首先与布莱克沟通工作，不同部门的员工都要分别向这两人汇报。然而，职责划分特意没有清晰化，目的是避免出现一方独霸天下的局势。“大家都向我们两人汇报工作，他们都有首选的停靠港，但那个停靠港不得不随时变化着。”布莱克说。

尽管布莱克在纽约市曼哈顿区的公园大道，温特斯远在伦敦，但他们一致认为需要经常沟通。“我们的合作就像婚姻中的夫妻双方，必须考虑沟通的问题，”布莱克后来回忆时带着些许揶揄而又会心的微笑这样说，“开始，我们之间只是过于客气。但是，后来随着时间的推移，我们学会了进行良好的沟通。我们经常在一起聊个没完！”

他们的工作任务非常艰巨。理论上讲，2004年大范围的经营环境是尽显J・P・摩根优势的一年。新的十年是信贷时代，而信贷当然是

J·P·摩根的优势。到2004年末，银行在利率衍生工具、外汇、公司贷款业务方面依然处于领先地位，而且公司债券业务也相当好。

但是证券化业务形势——或者说ABS（资产担保证券）销售业务——并不景气。J·P·摩根和大通合并之时，双方都认为合并会形成统领证券化业务的局势。大通是向评级不高的公司提供贷款（即杠杆式金融业务）的行业领头羊，而且会将这些贷款再打包成债券销售；而J·P·摩根是出类拔萃的面向蓝筹客户提供贷款的银行，善于将金融衍生产品打包推出BISTRO等结构。大通还拥有将抵押贷款、信用卡和学生贷款等各种贷款再打包为资产担保证券的丰富经验。但是，统领证券化市场的梦想没有按照计划实现。在快速发展的资产担保CDO和CDS业务领域，J·P·摩根落在了其他银行后面。银行对再打包抵押贷款业务的举棋不定是梦想没能实现的重要原因。

温特斯和布莱克焦急地在一起讨论该如何应对不利局面。显然证券化业务不是唯一的困境。银行在商品和股票方面同样处于劣势，因为这些业务过去从来没有成为过他们任何一方的优势。但证券化的不景气更加让人尴尬，因为信贷业务理应成为J·P·摩根的核心竞争力。正如《欧元周刊》尖刻指出的：“鉴于J·P·摩根作为一家潜心于结构化金融的机构，没有搭上巨大的美国再抵押浪潮的顺风车着实让人大跌眼镜。”因而，戴蒙决定开始行动。

2005年临近之时，摩根大通上上下下都沸沸扬扬地议论着集团将在信贷领域集中发展。“证券化优先！”戴蒙对员工们讲，而且有一个部门是银行确实需要抓紧发展的：即抵押贷款融资。

J·P·摩根应该可以很快改善自己在抵押贷款再打包业务方面的局势。在庞大而杂乱的摩根大通内部有大通置业理财机构——美国最大的住房贷款抵押业务的开山祖师之一。然而，随着房地产业的繁荣，大通发放的抵押贷款激增，随之以抵押CDO和CDS流水线产品的形式卖给了雷曼兄弟、贝尔斯登和其他机构。部分原因是J·P·摩根方

面在抵押贷款领域的经验较之公司贷款领域要欠缺许多，而且对抵押贷款相关的BISTRO等产品附带的风险非常警觉。大通置业理财机构和J·P·摩根之间的关系也对此产生了一定的影响。双方沟通很少，依然进行着殃及整个银行的内部争斗。“就像一场战争。”大通置业理财的一位银行家后来回忆道。

戴蒙决心改变，他没有耐心忍受内部争斗，决定推出类似于其他银行的金融“生产线”，以单一连续的方式将大通置业理财的抵押贷款转为J·P·摩根的债券。戴蒙安排新的团队处理投资业务。而后，相关负责人员将两个业务部门组合在一起工作，推出了银行的所有部门都可以处理房地产市场业务的整合基础部门。“我们花了几年的时间才创建而成，但是戴蒙坚持认为我们在做任何事情之前都必须有完整的系统支撑。”参与整合项目的比尔·金后来这样说，“我们推出了有点像谷歌搜索引擎的抵押贷款——你可以按照自己喜欢的任何方式跟踪公开的数据。”

到2005年中，生产线终于准备就绪，可以运行了。但是2006年，戴蒙临阵退却了。在2005年末，美国房地产市场连续几年持续繁荣。席勒指数的调查显示1997年到2005年末，房价上涨超过80%，加利福尼亚、佛罗里达、密歇根、科罗拉多、东北走廊和西南市场的增长尤其明显。一些观察家担心是投机狂潮在推动价格，而大部分经济学家却无视这些担忧。“根据对房产的基本需求和可预测的经济因素分析，显然不会有全国性的房价泡沫的风险。”全国房地产经纪人协会的前首席经济学家戴维·莱赫2005年在一份自诩为“反泡沫”的报告中写道。局外人“（不）应当担心房价上涨速度超过家庭收入的上涨速度……房价上涨速度可能会放缓，但许多地方依然是供不应求，因而房价可能持续上涨，超过历史水平”。抑或如总统经济顾问委员会主席本·伯南克在2005年所言：“过去两年，房价上涨近25%。尽管投机活动在一些区域有所增加，但在全国范围内，房价的上涨可以大规模反映出强大的经济基础，包括就业机会和公民收入的稳健增长、较低

的抵押贷款利率、稳定的家庭结构以及一些地方限制房屋供给扩张的因素。”

然而，当金和同事们在2006年初搜查谷歌式的抵押贷款数据之时，他们发现一些奇怪的现象：一些数据显示风险型抵押贷款违约的速度在加快。这一发现挑战了标准经济规则。抵押贷款违约通常被认为是在明显的利率上涨或经济下滑（或二者同时发生）的情况下才会有的；这些因素是前一次经济周期的诱因，而且属于经济学家评估房产市场的模型中不可能出现的情况。2005年没有出现任何违约的迹象。2004年春天，美联储开始上调短期利率，从历史最低1%的水平上调至2005年末的4%，依然有贪婪的投资者觊觎抵押贷款担保的债券，抵押贷款机构因此继续推出非常廉价的住房贷款，而且他们相信可以将这些贷款作为CDO和CDS组合转手卖出。经济依然在强劲上涨，失业率保持在很低的水平。所以，有什么可以推动违约率的上升呢？

困惑之下，抵押贷款团队开始进行认真的讨论。戴蒙表现出强烈的兴趣。在讨论抵押贷款的几周中，抵押贷款业务的主要推动人比尔·金总是被叫去与高级风险管理委员会的人员沟通，同事们都开始问他是否已经得到任命成为其中的正式成员。就金所知道的情况而言，没有其他银行通过终止抵押贷款业务来应对可能出现违约的反常模式。相反，美林、贝尔斯登、花旗集团及其他机构都在加速抵押贷款业务。像次级抵押贷款公司Ameriquest和美国国家金融服务公司等抵押贷款放款机构也同样在大力发展抵押贷款业务。然而，金还是越来越担忧。

早在20世纪90年代，金融服务公司在向次级贷款借款人发放贷款的时候就会进行一些确认工作，确保借款人有能力偿还贷款。然而，随着次级贷款业务的不断发展，放款机构逐渐变得草率起来，不再严格要求借款人证实自己拥有偿还贷款的收入水平。他们甚至开始发放“挑逗性”贷款，只需支付极低的初期利率——有时候低于2.5%——

而后不断阶段性上升，利率通常会达到10%。许多接受这些贷款的家庭连“挑逗性”偿还资金都拿不出，更不用说应对日后利率较高的还款了。然而，放款机构和借款人都不担忧这项风险，因为人们普遍认为，借款人会在“挑逗性”贷款优惠期结束之时重新融资。毕竟，在开始的五年中这些家庭还是可以轻松融资的，通常是利用房价的大幅上涨赚取的大笔收入进行融资。2005年，美国家庭赚取的房产升值资金不低于7 500亿美元，而10年前只有1 060亿美元，然而这些房产升值所得的2/3都用于个人消费、家庭生活改善和偿还信用卡债务了。放款机构还认为，如果借款人无力偿还抵押贷款，可以出售房产，以获取利润，轻松偿清贷款。

然而，2006年，在旧金山、拉斯韦加斯、迈阿密和其他房产一度颇热的区域，房价出现停滞不前的现象。尽管房价放缓只是小范围的，没有波及全国，但还是引发了一些次级贷款违约。面对房产可能不再是可靠的摇钱树这样的未来，一直依赖房产持续强劲升值的大量次级贷款借款人认为更划算的做法是中止偿还这些贷款。2002年初到2005年初，次级贷款借款人违约比例从15%下降到9%，而到2006年初，这一数字又上升到12%。

戴蒙和其他经理们共同讨论该怎么办。他们极其不愿意放弃抵押贷款再打包的理念，但是戴蒙也因此很是不安。“我了解（消费借贷）这东西！”他对比尔·金大声咆哮，回忆他从事消费信贷的日子。最后，大家决定采取小心折中的措施。银行保持抵押贷款“产品线”，但是要求放款部门提高承保标准，减少留存在银行账簿上的未售抵押贷款。J·P·摩根的经理们决定在违约偿还增加的时候避免自己陷入措手不及的窘境。

银行还通过金融衍生产品市场降低风险，从其他机构买进CDS，保证要售出的抵押贷款债券可以得到违约损失的补偿。几年前这样的抵押贷款金融衍生产品几乎还没出现，但是几年后就非常热门了。而且

越来越多的银行将其作为抵押贷款再打包业务亏损的保障。后来在2006年1月，跟踪这些产品的指数及相关值问世，比如道琼斯指数，它们被叫做ABX指数。这样，所有参与抵押贷款投资的机构就可以跟踪价格，持续了解投资者信心。金和同事们热心于此，因为可以获得潜在的大量违约风险的保护而兴奋。让他们有些意外的是，他们发现尽管违约开始不断增加，但愿意相信违约不会出现、J·P·摩根可以应对市场恶化危险的人依然没有减少。

几乎所有其他银行和投资基金、金融机构都在想办法增加次级贷款份额、提高收益。事实上，到2006年初，CDS合约在很多人看来似乎是非常有诱惑力的看涨下注目标。证券化市场中巨大而丑陋的秘密是，人们疯狂地期待把越来越多的次级贷款再打包为CDO进行交易，从而导致贷款发放滞后于需求的现象。抵押贷款金融衍生产品是又一不错的选择，因为金融衍生产品的数量不受限制，或者至少不像摩根大通等一些市场参与者那样总是急于通过交易回避风险。具有讽刺意义的是，摩根大通对待次级贷款的保守态度促使其他银行继续下注在抵押贷款的繁荣上，比他们在有形资产方面可能投入的赌注高出许多。摩根大通的管理层认为他们达成了合理的折中，但是不久之后，他们被迫重新仔细研究抵押贷款再打包业务。

☆ ☆ ☆

英国分行的比尔·温特斯凭借自己的认识开始越来越担忧抵押贷款市场。温特斯知道在20世纪90年代，金融衍生产品团队拒绝将抵押贷款进行BISTRO交易的理念，他认可那次凭判断力所作的决定。但是，随着其他机构通过大量的抵押贷款再打包产品获得的收益越来越多，他们面临的压力也越来越大。戴蒙清楚表示希望保持抵押贷款产品线，因此，温特斯总是适时要求员工反复研究如何通过卖出抵押贷款CDO实现获利。

然而，他们在处理数据的时候遇到了问题。“这些结构似乎不能创造收入。”在CDO部门工作的一位银行家布赖恩·蔡特林报告说。温特斯要求蔡特林重新调查，那么多银行在那个领域的生意都红红火火，为什么摩根大通不能做到呢？

蔡特林和同事们进行了更多分析，但还是遇到了同样的难题。如果一项业务通过J·P·摩根使用的检测工具测试是否赢利的话，是不会有什么积极意义的。问题出在CDO的“利润幅度”或回报水平上。回顾J·P·摩根完成第一笔BISTRO交易的时代，持有次级贷款的投资者可以得到375个基点左右的伦敦同业拆借利率（LIBOR），这是对他们承担的风险进行的可观补偿。即便是AAA级别也可以获得60个基点的利润，这确实是很高的回报，银行因而可以销售债券。银行通过这些交易获得了丰厚的回报。超级贷款的回报要低许多，但银行决定承担轻微损失将其转到美国国际集团、瑞士再保险公司和其他机构，继续推动其他交易，因为风险较高的债券的利润极具吸引力。

然而，随着利率的持续下跌、许许多多的银行和投资基金都不断参与到CDO业务中来，交易利润开始下降，再打包到CDO中的相关贷款的收益大幅缩水。举例来讲，过去一年能生成10%现金流的贷款，现在只有5%。更糟糕的是，银行之间购买推出CDO所需原材料的竞争非常激烈，从而导致原材料价格上涨。举例来讲，如果一项抵押贷款价值10万美元，现在银行可能要付102 000美元而不是100 500美元才能争取到这项贷款。但银行依然在不断购买抵押贷款产品，因为可以通过转手销售CDO债券获利。但是边际利润却越来越低，抵押贷款业务发展为恶性循环：银行和其他放款机构放出越来越多、风险却越来越高的抵押贷款，以使那些贷款可以再打包为越来越多的CDO进行交易，弥补边际利润越来越低的现实。

在此过程中，销售这些产品的机构会产生大量的超级风险，温特斯和他的团队非常好奇其他机构会怎样处理这些风险，是把它们售出

还是进行保险。应对风险的成本会导致利润进一步缩减。一个解决方案是将超级风险保留在J·P·摩根的账簿上，但是温特斯完全不喜欢这种理念。与比尔·德姆查克在8年前的观点一样，温特斯认为将资产堆积到资产负债表上不是明智之举。而且温特斯不反对面对不可避免的风险，他总是希望适当采取措施以应对潜在的风险。对他来讲，超级风险的回报远远没有达到不论风险大小都必须坚持大量持有的水平。

温特斯团队中的一些员工提出购买超级风险保险，就像德姆查克的团队在美国国际集团所做的那样。到2005年，大量的保险公司都推出超级风险保险业务。其中表现最为积极的是MBIA和Ambac，号称单一险种保险市场的专业债券保险公司中的两家行业领头羊。单一险种首次出现在30年前，为政府市政当局发行的债券提供保险，但是从20世纪90年代开始为CDO债券提供保险。

回顾20世纪90年代，德姆查克的团队一直对单一险种嗤之以鼻。首先，单一险种可用做运营的资金非常之少，有一些保险的资产数额高达标的资产的150倍。德姆查克经过推测认为资本储备如此之少，一旦发生信贷冲击，高级风险出现亏损，单一险种并不能真正支付任何保险。如果那样的金融灾难确实发生，情况可能就会糟糕到单一险种彻底退出的地步。因而，购买这些保险毫无意义。德姆查克说："在我们看来，那种经营模式简直就是疯了！"温特斯同意他的观点，宁愿只是持有少量的单一险种交易。"我们不会真正（大量）使用单一险种，因为我们认为在真正需要的时候，单一险种不会发挥作用。"温特斯告诉大家，"你必须通过严谨的销售消除高级债券——做不到这一点就不能进行交易。"

沮丧之下，大家开始想办法卖出恼人的超级风险，但是几乎没有什么人愿意买。到2005年，超级风险的利润在15个基点左右，几乎没有哪位投资者希望持有收益如此之低的产品。一些银行努力通过将超

级债务再打包为新产品来解决问题；有事例显示，2005年年中，德意志银行推出了一个方案，叫做“杠杆式超级风险”。那些风险普遍被卖给加拿大和德国的投资者。银行也面向投资集团销售超级风险，如对冲基金以及大量的银行SIV。但是，摩根大通从来没有推出相关的SIV网络。在20世纪90年代，当花旗集团和其他银行开始推出SIV的时候，J·P·摩根的高级管理层讨论了他们是否应该同样推出，但结果是选择退出。温特斯和其他人认为这些工具风险太大，因为这些工具只是在短期商业票据市场筹集资金；同时，销售的资产在相对较长的时期内才会给银行带来收益。因而，这样的不同步让温特斯倍加警觉。出任投资银行副总裁后他依然保持警觉，将J·P·摩根业已面向其他银行的SIV相关的120亿美元信贷业务缩减到5亿美元。他还努力消除与第一银行并购后银行持有的SIV。“我从来就不明白为什么有人认为SIV是不错的理念。”温特斯后来这样评论。

大力推行抵押贷款再打包业务产生的超级风险失去了SIV网络的保险，温特斯和蔡特林也没有发现什么办法可以实现抵押贷款再打包业务的赢利。无奈之下，温特斯告诉J·P·摩根的管理层，银行还是不能大规模开展这项业务。然而，这一决定非常让人失望。其他银行的抵押贷款业务一片繁荣，这使得摩根大通的排名一再下滑。那么，他们只是忽略了风险吗？抑或他们找到了什么推动经济运转的秘籍？温特斯确实弄不明白。

比尔·温特斯整个职业生涯都在J·P·摩根度过，他认为他应用的逻辑和其他银行盛行的观点应当大体一致。他非常清楚银行业文化的多种多样，但是任何人想要确切知道各银行之间究竟有多大不同以及其他银行的重大决策如何制定，这都是不可能的。银行的内部动态和激励方案都是严格保密的，因而，有员工从一家银行跳槽到另一家银行时，都会经历银行高管层的面试，就像中情局盘问背叛的克格勃间谍那样力争了解更多对方的事情。这是其他银行的神秘面纱揭开之

前的几年中，银行之间的互相窥探之举。然而，当他们所做的一切大白于天下之后，温特斯惊呆了。

第九章
抑制疯狂

2005年4月13日，来自原金融衍生产品团队的前J·P·摩根的银行家们聚集于法国南部的尼斯，召开信贷市场研讨行业会议。从他们参与创建CDS开始，整整10年的时间已经悄然而逝。许多人对衍生产品的增长既吃惊又兴奋。到2005年年中，市场交易的CDS合约总金额高达12万亿美元，相当于整个美国的经济总量。CDO市场同样在快速增长。“增长速度只能用惊人来描述，即便是相关的业务也在快速增长。”曾在纽约J·P·摩根团队工作的特里·杜洪评论说。2005年，她离开荷兰银行，在伦敦做顾问，向有意投资这一疯狂业务的投资者提供咨询服务。

然而，杜洪也开始有些担忧。“现在人们都对结构化的信贷产品极度热捧，因而，必须考虑一个问题，我们可以这样没有理性地亢奋吗？”她评论说。另一位前J·P·摩根的银行家辛西娅·麦克纳尔蒂也同意她的观点，“现在，信用衍生产品一派繁荣，甚至一些对冲基金都不受任何限制地作为衍生产品进行交易”。

处理银行结构化产品的一位伦敦律师伊恩·赛德里斯也开始担忧。“我们必须真正了解进行产品投资的投资者的能力。”他说。赛德里斯半是严肃半是微笑地继续说，他最近发现这些交易不仅面对零售投资者，还面对政府机构、退休基金进行——澳大利亚为残疾人服务的慈善机构甚至也参与了交易。似乎所有这些投资者都在追求高回报。赛德里斯指出，他们中间几乎没有人可以完全理解这些新型产品，即便一些银行家也是一头雾水。

这些都是有预见性的担忧。尼斯会议几周后，评级机构降低了通用汽车公司的排名，整个市场为之震惊。随之引发了一些投资者的恐慌，许多投资者仓皇卖出CDS和CDO，导致交易价格下跌，相关模型没能预见到这样的事件。摩根大通、德意志银行及许多其他银行和基金都损失惨重。

混乱之后的几周，银行业开始深刻反省。在J·P·摩根，交易员们在桌子上摆着香蕉，以作为对被人们称为“F9模范猴儿”的数学奇才们的一种讽刺，是他们造成了这次损失（建完统计模型的这些数学奇才在需要运行计算的时候，喜欢使用计算机键盘上的“F9”键，弹出一个窗口进行计算）。J·P·摩根、德意志银行和其他机构都进行了内部审查，要求对统计系统进行些微调整。一家大型对冲基金公司GLG有限公司向投资者声称将在未来使用大量数据分析CDO。

然而，几个月之后，市场开始复苏，喧闹渐渐平息。许多银行和评级机构依然继续使用高斯混合模型进行风险评估。他们已经建立了结构化的金融机制，不能突然停止，而且也没有可用的替代模型。正如前J·P·摩根的“分析高手”李祥林所指出的：“那不是完美的模型……（但是）也没有更好的模型了。”同时，一些银行家也进行着自我安慰，他们发现那一模型经受住了考验，而且很快得到恢复。“我们确实经历了重大重组，但在某种程度上也是不错的。”动荡几个月之后蒂姆·弗罗斯特评论说。“人们已经从中吸取了教训。它没有打垮我们，反而让我们更强大。”他非常认可自由市场的理念，甚至参加过英国议会右翼保守党的选举（他落选了）。那一理念还促使他相信股票市场的暴跌会保证信用衍生产品市场更有活力和效率。



然而，远在大西洋的另一端，弗罗斯特的一位前同事却没有他那么乐观。他就是安德鲁·费尔德斯坦。早在J·P·摩根团队推出衍生产品之梦的时候，费尔德斯坦就深信金融创新背后的理智论点。他相

信如果金融衍生产品等工具能以理性而有效的方式被加以应用，就可以大力改善金融系统和经济。这也正是人们努力追求的梦想。

但是在经历了大通与J·P·摩根的合并后，费尔德斯坦变得愤世嫉俗。他依然相信金融衍生产品在理论上会促进市场功能的良好运作，但在实践中，不正常的管理和对交易人员扭曲的激励，还有评级机构的工作都严重歪曲了CDO市场。他理解银行努力争取良好排名和围绕监管系统大做文章的做法，但这种情况也令他倍感烦恼，虽然这一切确实带来了交易机会。

离开J·P·摩根后，费尔德斯坦与两位合伙人共同经营对冲基金，其中一位是J·P·摩根的分析师格里·桑佩尔，另一位是他在哈佛法学院1991届的同学、麦肯锡公司的顾问斯蒂芬·赛德罗。他们租了麦迪逊大道摩天大楼中一个没有窗户的小房间，公司命名为蓝山资本管理公司。他们战略的关键是对CDO出现定价偏差下赌注。

费尔德斯坦认为银行和基金使用的模型错误计算了贷款组合违约相关性的真实程度，他坚持认为最后一定会真相大白，CDO的真正风险将逐渐清晰，价格也会随之下跌。“信用模型确实很好，但到最后，仅仅依靠这些模型的人们必定会出现亏损，”费尔德斯坦在创建自己的基金后不久这样解释，“取得成功的人们都了解这一点，而且掩饰了他们自己对信用产品及其他所用模型的相关因素之间的风险、真实相关性方面的独到见解。”

然而，具有讽刺意味的是，市场上些微的反对意见只是刺激了市场的进一步繁荣。毕竟，市场中的每一位买家同时肯定也是卖家；只有存在交易的双方，任何商品——股票、艺术品或组合CDO——的市场才会正常运行。费尔德斯坦和其他进行逆向投资的人们促成了违约互换新型业务交易的繁荣发展。

到2005年，出现了更多进行这些交易的工具。早些年，希望进行信用违约互换产品交易的银行家通常仅仅使用单一名称的合约。然而，从2004年开始出现了信用违约互换指数，即美国的“CDX”和欧洲的“iTraxx”。这些指数跟踪许多银行的违约保险成本，提出了投资者评估价格趋势的有效方法，标准普尔500指数同样也说明了整个股票市场的运营状况。这些指数本身还可以进行合约交易。

跟踪风险房产贷款衍生产品价格的ABX指数从2006年1月问世以来，向投资者提供了又一交易方式。而且市场上出现了许多其他相关指数：LCDX是贷款衍生产品指数，TABX跟踪不同级别的抵押贷款衍生产品，CMBX是商业抵押贷款衍生产品指数。这些指数的名称本身就很是丰富多彩。

到2006年，银行家和投资者都在使用这些指数进行交易，仿佛那些闪耀的计算模型永远正确。费尔德斯坦和蓝山资本管理公司的同事们不相信人们当时是在正确评估风险。为了表明他们的观点，他和同事们在办公室摆了一个老式算盘，在上面贴上“相关性计算器”的标签，上演了一幕黑色笑话。

他们还构想投资战略，充分利用银行模型的不足，悄悄地与不同的投资银行进行CDS组合交易，而后推测各银行的CDO风险模型的原理。后来，他们就像潜入计算机的黑客那样，研究如何利用那些模型的缺陷。发现缺陷非常容易，因为这些模型是多样化的，而且有时候杂乱无章。银行的交易员有时会猜测蓝山资本管理公司的奇人们到底在整什么名堂。然而，他们本身通常并不关心费尔德斯坦会不会研究利用银行的模型。他们根据交易业绩取得报酬，通常以银行的内部模型评估——只要内部模型评估显示价格喜人，那些交易员就可以得到丰厚的报酬。

无论如何，几乎没有几位投资银行高层的经理清楚他们的交易员所做的具体工作，更不用说相关的模型精确与否。到2005年，只有极

少数经营投资银行业务的人在架构金融衍生产品和相关的交易方面拥有广泛的经验。衍生产品过于新颖，许多高层领导者都不可以胜任；许多衍生产品专家又过于理智，不善于参与大部分银行升职到高层必经的公司内部政治游戏。以公司顾问或销售人员起家的银行家往往会比较善于取悦上司。一个例外是高盛首席执行官劳埃德·布兰克费恩，另外还有德意志投资银行联合首席执行官安舒·贾恩。但是，花旗集团、美林公司、瑞银集团和大量其他银行都由前债券和股票销售人员、律师、富有的经理人和商业银行家经营，这些人对管理风险的技术细节没有什么兴趣。而且，大范围的竞争促使他们抛开一切，只是关注收益方面难以抗拒的诱惑。如果他们不能实现较高的收益，公司的股票价格就会遭遇重挫。“银行现在面临的挑战是持续不断地创收，”波士顿咨询公司（BCG）在一份行业绩效报告中这样说，“继续增加利润依然重要，但是当利润已经上升到一个新的水平之后，持续增长就变得越来越困难。”

高盛对许多高级银行家的心理产生了极其重大的影响。2002年到2003年，高盛的利润增长非常可观，竞争对手都为之震惊了。2004年，其金融服务业务的收益增长1/3，超过160亿美元——比其他同行都高。这一切给其他银行带来巨大压力，他们必须实现同样令人赞叹的增长。“我们都怀着一种对高盛忌妒的心情——就像一种强迫症。”一位欧洲银行的首席执行官后来这样回忆。

“高盛忌妒”的情绪扩散之后，所有竞争者都疯狂地想办法提高利润，现在看来那时似乎有些癫狂失常。更糟糕的是，在房地产市场局势逆转之时，许多人甚至加速了抵押贷款相关产品的销售。股票市场中经验丰富的销售人员集中之所——美林公司就是这样的典型。

早在2003年，美林公司就任命斯坦利·奥尼尔为新任首席执行官。他出人意料地决定美林参与证券化业务，聘请了曾受命推出过大量CDO的交易员。到2006年，美林在包销CDO方面排名第一，那一年的

销售额达520亿美元，而2001年只有20亿美元（2006年J·P·摩根排名第七，销售额只有220亿美元）。美林的员工也以非凡之势影响着整个行业。但是，在辉煌的背后，美林同样面临着J·P·摩根的温特斯担忧的问题：如何处理超级债务？

开始，美林通过从美国国际集团购买超级风险的保险来解决这个问题，正如德姆查克的团队所做的那样。然而，在2005年末，美国国际集团告诉美林其不再提供那项保险服务。美国国际集团中的一个部门也在开发抵押贷款业务，美国国际集团负责人开始警觉次级贷款的风险。这让美林的CDO部门非常头疼，但不同于J·P·摩根，这个绊脚石还不足以促使美林彻底回避抵押贷款业务。

CDO团队决定将风险保留在美林的账簿上，任命一位资深交易员兰诺德布·罗尹管理。随着超级风险的迅速积累，一些通过单一保险承保，一些则保留在了银行的账簿上。交易员们打趣说如果他们不能将风险进行单一保险承保，就会使用“Ronoline”（多重保险）。几位银行的负责人员表示不安。一位高级经理杰弗里·克朗塔尔努力把银行可以保留的超级风险限额从30亿美元增加到40亿美元。另外，在2006年夏天，一位交易员提出异议。他的同事推出叫做Octans的15亿美元的CDO交易后，要求他在银行的账簿上只显示10亿美元的风险资金。然而，这样的异议很快就被消除了。CDO部门的领导——哈里·德席尔瓦和奥斯曼·塞默兹——决定缩减交易。他们的上司道·金表示支持。2006年，不同CDO债券的销售产生7亿美元的费用。同时，保留在账簿上的超级风险每季度的增长超过50亿美元。

美林只有极少数银行家了解CDO部门的工作。美林如同大部分华尔街的银行一样，部门间的资源和权力竞争相当激烈，因而利润最高的部门通常最有影响力。随着CDO团队的利润稳步增长，其他部门的同事甚至风险管理者都越来越难以深入了解这一部门的工作。奥尼尔本人可以发表有分量的意见，但他没有资格讨论超级风险的详细情况。风

险部门甚至可以不直接向董事会汇报工作。奥尼尔没有任何监控的压力促使他妥善管理风险。除此之外，金融服务公司的主要监管机构——美国证券交易委员会，也在近期废除了一些古老的限制。

直到2004年，美国证券交易委员会才开始控制金融服务公司留存在资产负债表中的资产总额与核心资产的比例。同年4月份，美国证券交易委员会的5位监理专员一致投票决定增加对所谓的杠杆率的控制。当时，相关规则并没有引起媒体的注意，因为它看起来非常专业，但也还是产生了巨大的影响：进一步强化了金融服务公司的竞争压力。到2005年，高盛取得巨大收益的一个重要原因就是提高了杠杆率。美林和其他银行在强大的压力之下纷纷仿效，尽管如此，超级风险不断增加的杠杆率还是可以接受的。

其他三家大型金融服务公司——贝尔斯登、摩根士丹利和雷曼兄弟——也在推出一些超级风险保险。贝尔斯登和雷曼兄弟在处理抵押贷款担保债券方面经验丰富，他们为自己能够保持严格的风险控制而骄傲。他们都开展CDO业务，都意识到了超级风险的危险性，但是他们没有好的解决方案，而且也不愿意停止CDO业务。

花旗集团也强烈希望继续增加CDO业务的收益，而且，作为一家商业银行，花旗集团拥有推出CDO业务需要的“原材料”的采购渠道。然而，不同于金融服务公司，花旗集团不能在资产负债表中留存无限的超级风险额度，因为美国监管系统依然对商业银行实行杠杆式限额，要求商业银行保留不超过股票价值20倍的资产数额。花旗集团决定将超级风险的大笔资金融入广泛的SIV网络和其推出的其他资产负债表外的工具，以规避监管机构的规则监管。SIV不是一直都急于购买风险，因此，花旗集团开始以“回购”的方式拉拢监管机构。他们承诺如果SIV出现超级债券方面的问题，花旗集团将购回自己名下的超级债券。

花旗集团的CDO业务2007年开始飞速发展，通过被内部戏称为“买回权”的担保得以对250亿美元超级债券进行担保。花旗集团的账簿上

也保留有超过100亿美元的债券。几乎没有哪位资深的花旗集团经理了解买回权，因为花旗集团的权力结构比美林更加分散、更为团伙化。而且花旗集团的首席执行官查克·普林斯不像杰米·戴蒙那样事无巨细。普林斯最初学的是律师，他把衍生产品工作交给别人来做。

在大西洋的另一端，许多银行也都采取同样的做法。而德意志银行的资深经理们通常不允许交易员将超级风险保留在银行账簿上。德国银行的内部控制系统相对严格，就像比尔·温特斯所作的判断一样，德意志投资银行联合首席执行官安舒·贾恩也认为超级风险的回报不足以弥补风险。然而，其他银行作出了不同的决定。苏格兰皇家银行（RBS）大量发展CDO业务，它的一些员工表示出担忧，但其并没有在意。在21世纪之初，CDO部门的统计专家罗恩·登布拉博提出自己的担忧：银行的模型大大低估了超级债券的风险。后来，他在别人的怂恿之下离开了银行。“我开始在银行温和地表达自己的观点，”登布拉博这样回忆，“你不应该使用‘错误’这样的词语，但是我努力在说的都是非常重要的。问题是银行保留着群体思维的思维模式，人们只是坚持做他们知道的，不愿意听到不好的消息。”

整个欧洲最有攻击性的银行当属瑞银集团。总部位于苏黎世的瑞银集团作风严谨，是一家杰出的商业银行，拥有强大的私人银行业务网络。在20世纪90年代的并购狂潮中，该集团与瑞士银行公司和投资银行普惠公司联手，开始从事国际资本市场运作。瑞银集团的股票市场技巧得到广泛认可，但是——与美林公司一样——瑞银集团没有处理债务的良好业务网络。到2004年，瑞银集团的首席执行官马库斯·奥斯佩尔渴望更大的发展。与美林的奥尼尔一样，奥斯佩尔认为瑞银集团迎头赶上的最快方法就是发展信贷业务。因此，高层管理采取了两个异乎寻常的措施。

首先，他们同意让瑞银集团一群强有力的交易员创建内部对冲基金，由瑞银集团投资银行前任首席执行官约翰·科斯塔斯负责经营。

2005年夏天这项措施开始实施，命名为迪伦里德资产管理。其次，2005年秋，银行开始对固定收入业务进行重点审查，聘请了麦肯锡公司和奥纬咨询公司的顾问参与。根据审查提出的意见，银行的高层管理决定发展证券化业务。

理论上，瑞银集团似乎并不适合作出改变。尽管银行的资产管理部门在几年前就已经开始投资美国抵押贷款产品，但银行并没有自己的抵押贷款业务经营部门。更糟糕的是，科斯塔斯创建了新型对冲基金后，包括他本人在内，共带走120位银行的员工，其中许多都是固定收入业务方面的专家。然而，这些情况并没有让瑞银集团的高层管理退缩。银行在伦敦和纽约招聘了新的交易人员，要求他们尽快推出CDO业务。到2005年末，瑞银集团已经影响到了证券化业务的排名。

当超级债务的问题出现的时候，银行应首先设法将超级风险转手卖给外部投资者。然而，在2005年的年中，银行改变了做法，将超级债务保留在银行的账簿上。瑞银集团不受监管约束，因为管理瑞银集团的瑞士相关系统遵守《巴塞尔协议》，而《巴塞尔协议》对超级风险等高信用评级的资产采取宽松的态度。《巴塞尔协议》指出银行可以使用自己的模型计算风险，判断需要保留多少资本。

瑞银集团风险部门使用相同的基础系统推出风险模型，根据许多银行都采用的VaR和高斯混合模型，风险模型显示超级债务从来不会超过2%的亏损，哪怕是出现最糟糕的情况。因此，银行判断认为只需留存一小笔储备资金。后来，情况进一步发展，CDO交易员意外发现如果购买为2%的亏损提供保障的单一险种保险，超级债务就完全没有任何风险了。这一发现使银行可以不必留存储备资金，不受约束地在账簿上保留无限额度的超级风险。

瑞银集团还通过另一种方法实现了CDO业务的更高利润。银行内部规定采取“逐日盯市”估价系统，即交易账簿上的资产价值必须按照当前“市场”价格记录。然而，高级CDO债券的市场价格依然难以获

得，因为这些债券很少进行交易，但是CDO团队居然使用内部模型评估CDO应该具有的价值。接着，一段时间之后，他们重新调整了相关价格。随着市场的利好发展，他们的CDO一直处于赢利状态。利润并不高，但是整个CDO业务的巨大规模使资金累计达到可观数额。

到2007年，银行账簿上的超级资产达到500亿美元，大部分都是CDO交易部门的资产。偶尔，风险经理会对CDO资产的大规模增长表示吃惊，但是他们的担忧还是消除了。守旧而官僚的瑞银集团经理们注意到超级债券都被评级为AAA级，因而大量的风险金额完全从银行的内部风险报告中消失。“坦白讲，2007年夏天之前，我们中的大部分人甚至没有听说过‘超级债券’一词。”瑞银集团董事会的成员彼得·库伦尔回忆说，“我们只是通过我们的风险部门同事知道这些产品都是AAA级的，就像国库券一样。人们就不会再问太多问题了。”



2006年年中，比尔·温特斯的团队面临的来自竞争对手的压力越来越大。每年，奥纬咨询公司都会分析所有银行的发展状况，进行银行间的发展比对，并且将分析结果分发给各银行，期待这样可以吸引银行选择奥纬的服务。J·P·摩根往往不会被那样的市场营销策略所迷惑。戴蒙接管银行的工作后，清楚表明他讨厌接受来自管理咨询机构的建议。“那些咨询公司都是在胡说八道！”他有时候对员工这样讲。在他看来，如果银行需要接受咨询公司的建议，说明银行家没有善尽其职。

然而，J·P·摩根的高层经理们认为那些报告常常可以提供有用的比较信息情报。布莱思·马斯特斯有特别的理由去关注奥纬咨询公司的报告。那时候，马斯特斯已经在信用衍生产品团队待了很久。J·P·摩根与大通合并后，她是少数几位有耐心又有政治能力在内部争斗中生存下来的衍生产品团队成员之一。她在公司迅速得到提升，2005年被任命为投资银行的首席财务官，当时只有34岁。她取得了非

凡的成就，成为华尔街最资深的女士。到2005年，一些同事开始私下猜测，马斯特斯可能要升职到公司的最高领导层了。

作为首席财务官，马斯特斯负责跟踪J·P·摩根与竞争对手相对比的发展状况，并展示给外界分析师。在2006年春天，她与奥纬咨询公司的顾问尼克·斯图德会面，共同讨论奥纬称之为“差距分析”的2005年摩根大通的发展状况。咨询公司的报告要求一大批银行提交各部门的绩效相关的数据，而后用来计算各银行相对于其他银行的比对结果（以匿名方式进行）。2005的统计结果显示摩根大通的状况不容乐观。银行在外汇和利率衍生产品方面业绩良好，在证券化方面的业务却越来越糟糕。股票和商品市场同样非常薄弱。摩根大通和竞争对手间的总收入差距居然高达15亿美元。

居然超过10亿美元！马斯特斯既吃惊又不解。她知道投资者不会轻易接受银行的股票价格。2005年是银行业又一次创纪录的一年，最大的投资银行综合收入增长31%，达2 890亿美元。然而，那一年，摩根大通只实现了非常微小的增长。那么，银行应该怎么做呢？要再次开始抵押贷款CDO和CDS交易吗？

温特斯再一次要求他的团队查看是否有办法实现抵押贷款相关的CDO业务的赢利，布莱克在纽约进行着同样的工作。结果还是一样，没有什么明智的方法可以消除超级风险。事实上，那时候超级风险的问题变得更具挑战性。2006年CDO的全盛时期，促成了对抵押贷款和公司贷款的极度需求，以致银行通过这些贷款取得的收益比例大大下降。“CDO业务没有赢利空间。”温特斯对同事们讲。

让温特斯感到欣慰的是，戴蒙对他的大力支持。戴蒙是一个能够敏锐掌握细节的人，但是他同样愿意把决策权交给有主见并且坚持主见的下属。“关于CDO of ABS（与资产担保证券挂钩的担保债务凭证）业务，我们不去参与的原因是温特斯和布莱克的基础风险原理——他们关注这一原理，而且没有发现这项业务的利润高到可以抛开

风险不管。”戴蒙回忆说。另外，戴蒙对他聘请的分析师和顾问非常自信。不管投资者是否批评他的战略，他都不会将J·P·摩根转变为高盛的沧桑版本，他对同事们这样说。“作为首席执行官，面临的问题之一就是增长、增长、再增长的巨大压力。这种压力始终都存在。”戴蒙回忆说，“但是，如果从事有风险的业务，保持增长只能陷入更大的麻烦。正如沃伦·巴菲特所讲的那样，有时候能做的最好的事情就是到高尔夫球场放松，什么都不做。”

温特斯和布莱克保持着按兵不动的态度。但是，他们各自都觉得有些筋疲力尽了。马斯特斯也是如此。她总是为自己关注细节的风格而自豪，接手一项业务的时候，她总是喜欢了解这项业务运作的一切细节，确保一切都是准确无误。早在20世纪90年代，她就因这样的性格被一些同事叫做“控制狂”。到2006年，那些同事中的许多人都认为她的工作风格更加成熟。跟德姆查克和其他同事一样，她在时间的流逝中不断吸取教训。36岁的时候，她不再凡事追求必胜，学会了以成熟和幽默的方式灵活处理问题。一些朋友甚至认为这样的变化反应出她的个人生活进入了一个全新的平和阶段。

她也成为了J·P·摩根其他女士的楷模。2006年的时候，华尔街依然鲜有女士能做到高级管理职位，十几岁孩子的妈妈做到高级管理职位的就更是少之又少。马斯特斯认为宣传不断多样化如同宣传衍生产品的理念一样神圣。“在我所从事的领域，我自己因为是女士而引人注目，”她对在线专业刊物womenworking2000.com表示，“我认为是我的工作职责促使我做到高层职位的，别人有这样的机会同样可以——在工作领域找到自己的导师是任何一位年轻女士可以做的最重要的事情。”她补充指出，她总是建议其他女士“摆脱舒适的环境……女士必须比男士更加自信才能适应环境！”

马斯特斯不能容忍任何问题悬而未决。她能够理解J·P·摩根在商品和股票方面的落后，却不能明白它在信贷领域也同样落后，这个

事实仿佛是对她个人的打击。10年前，她参与推出CDO业务，不无自豪地目睹这项业务得到快速发展。现在，似乎出现了一种她不再能够理解的现象。“其他银行是怎么做的？他们怎么赚到那么多钱的？”她一遍遍地反问自己，却找不到答案。

和温特斯一样，她完全深信J·P·摩根的方法，因而从来没有想过其他银行只是忽略了J·P·摩根一直坚持的所有风险控制。别人所做的她完全不能理解，温特斯也是如此。“我对此（自己没有推测出其他银行的做法）感到骄傲吗？不！或许我们本就该认识到是那样的。”温特斯后来以一种带有戒备的语气这样说，“或许很难相信，但我们确实不能理解。或者说，直到最后我们才能明白，但那时候已经一切都晚了。”

第十章
震荡

2006年10月，在杰米·戴蒙的安排下，发展J·P·摩根抵押贷款系列的比尔·金到卢旺达出差，参加一个协助当地咖啡种植农民开发商业战略的项目。一天，他参观完咖啡种植园，回到酒店后接到杰米·戴蒙打来的电话，戴蒙劈头盖脸批了他一顿。“比利，我希望你能关注次级贷款，”戴蒙说，“我需要售出我们的许多头寸。我早注意到了，那东西会化为泡影的！”

金对这个突如其来的电话没有感到特别吃惊。毕竟，戴蒙是对市场有着深刻见解又富有实战经验的经理，如果不是情况万分紧急，他不会打扰员工度假。2006年秋，戴蒙发现房产相关的业务越来越让人担心。

2006年春天，全国房价开始下滑。“房产危机即将到来。”《巴伦周刊》杂志的专栏在8月份大胆宣布，它指出过去8个月中，新建住房的中价[注]下跌近3%，而新建住房的销售下降10%，新建住房空置率达到历史最高水平。“（根据）简单的均值回归，未来三年中全国房产中价可能会下降近30%。”那篇专栏这样指出，即过去几年中房价的快速上涨是泡沫因素所致。全国房地产经纪人协会的前首席经济学家戴维·莱赫声称即将出现市场“软着陆”，这样的预测受到房产和抵押贷款协会的嘲弄。然而，房屋建筑商已经开始大幅降低预期。“承建投机住宅的建筑商努力通过大幅优惠和打折活动促进销售，而一些忧心忡忡的买家居然撕毁了在建住宅的购买合约。”豪宅营建商托尔公司的首席执行官罗伯特·托尔评论说，截至当年8月份该公司股价下

跌50%。《福布斯》杂志尖刻地评论道："连高端住宅营建商托尔公司都遭遇了取消合约的事情，房地产繁荣真的结束了。"

10月6日，以"麦克豪宅"建筑闻名的房屋建筑商Kara Homes，在公司实现"发展历史上利润最高的两个季度"之后不到一个月的时间，申请破产保护。次级抵押贷款的拖欠率从12%上升到14%。

尽管问题不断出现，房产紧缩的现象还是没有阻止抵押贷款CDO业务的发展。仅2006年10月到12月，银行就公布了1 300亿美元的CDO交易新高，比一年前翻了一番，其中40%来自主要由次级贷款组成的ABS（资产担保证券）。那一年的CDO现金销售总额高达4 700亿美元，衍生产品CDO的保险数额更高。其中增长特别迅速的是叫做中级风险结构化融资的CDO，它是风险ABS中风险最大的合约。2006年该类CDO售出约325亿美元，是2005年的4倍。同时，在2006年夏秋之际，大部分华尔街的银行都专注于业务的持续增长，美林、摩根士丹利和贝尔斯登分别取得中型抵押贷款机构的股份。

通过鲜明的对比，杰米·戴蒙对银行的发展非常担忧。2006年冬天来临之际，戴蒙召集了多次会议讨论抵押贷款业务的前景。摩根大通应当停止抵押贷款业务吗？银行家应当设法对其避而远之吗？还是像其他对冲基金一样——需要更加积极而活跃地下注？连续几周的时间大家都在思考对策。戴蒙不愿意过快地削减抵押贷款业务，尤其是考虑到美国零售借贷市场是摩根大通业务网络的核心部分，而且戴蒙本人此前一直期望抵押贷款业务能够有所增长。他也没有急于公开预测房地产泡沫即将破灭。

在德意志银行，一群交易员已经开始采取对策。早在2005年10月，德意志银行纽约团队中的分析师卡伦·韦弗就完成了一份直言不讳的报告，警示未来抵押贷款会面临困境。之后，抵押贷款交易部门的格雷格·李普曼开始准备应对崩溃，购买了曾一度预期低迷的ABX合约。2006年初，ABX合约出现亏损，因为CDO当时依然火暴，但是李普

曼坚信2007年会出现CDO的崩溃，因而德意志银行大胆增加了ABX交易额度。

高盛也在观察情况的变化。2005年和2006年的大部分时间，银行对抵押贷款业务采取看涨交易的态度，认为房产泡沫会延续下去。然而，2006年末，经理层判断认为情况正在转变。在让金融服务公司声名大振的一次大型而果敢的博弈中，高盛的交易员卖出了他们的抵押贷款头寸，有的甚至是亏损出手的，之后采取了看跌交易的态度，使用大量的公司内部资金从崩溃中获利。“我们判断市场即将出现过热现象，所以转而应用ABX及其他方法。”一位高盛的高级交易员回忆。

J·P·摩根的一些高级经理认为他们也应该那样做。12月，Ownit和Sebring两家抵押贷款金融服务公司破产，表明房产市场正在恶化。即便如此，戴蒙依然不愿意进行积极的交易下注，全然不顾J·P·摩根的传统和风格。“我们不是高盛。”他对员工说。因此，银行集中通过相对缓和的方法进行自我保护。大通置业理财第二次被告知增加保险额度，尽快出手抵押贷款。投资银行业务部门也被告知继续购买CDS合约，以防出现抵押贷款违约。

2007年初，出现了越来越多的不良房产信息，购买抵押贷款违约保险的成本开始上涨。2月末，英国汇丰银行指出旗下的夏洛特市次级贷款机构住房融资公司（Household Finance）的抵押贷款违约在快速增加。恐怖的是，银行发现这些违约的贷款根本没有遵守银行的经济模型。另一家住房贷款机构新世纪金融也公布了类似的报告。2月末，购买BBB评级的CDO的违约风险保险已经价格不菲——事实上，只有认为那些抵押贷款债券的价值是1美元值70美分，违约风险的保险价值才讲得通。

然而，即便忧虑重重，J·P·摩根的银行家们还是在继续寻找愿意接受那些保险合约的买家。“交易的另一方有许多人，因而对我们来说寻找买家还是比较容易的。”温特斯后来回忆说。一些银行认为

ABX价值的下降是异乎寻常的，他们认为售出那些他们从来不必过手的保险可以轻松获利。贝尔斯登的分析师们声称BBB级的“真正”价值应当是1美元值90美分，而不是ABX交易的70美分。“是购买指数的时候了，”贝尔斯登的资深抵押贷款分析师贾安·辛哈说，“市场开始反应过火了。”其他机构继续寻求抵押贷款违约的保险，因为CDO背后有太多的推动力量，导致CDO几乎实现了“自动航行”。人们必须寻找CDS合约推出CDO，保证投资者可以高兴地赚到钱。

一直看涨市场的银行之一是美林。春天到来之际，美林依然在疯狂地推出CDO交易，事实上是在加速发展CDO。尽管其他机构愿意卖给他们违约保险，但J·P·摩根的银行家们还是相当困惑。他们非常好奇，难道美林知道他们所不知道的情况？美林是在支撑市场？外界看来，美林运气好像一直都不错。2006年美林取得了历史最佳业绩，净收入达75亿美元，那一年的增长就高达49%。同时，高级管理层似乎保持着一种小心谨慎的快乐情绪。“投资银行别无选择，只能提高他们的风险对抗能力，”2007年初，全球联合主管及经纪部门CDO业务繁荣的幕后人物道·金在一份专业刊物中发言指出，“客户希望从卖方得到更多流动资金和资本，而且这种趋势愈演愈烈。我们一直恪守规矩，只是在努力实现我们的整体增长，不断适应新型商业环境，但也提升了自己的行业地位——而且我们面临的许多风险都是直接源自客户方面的业务。”

美林的乐观气氛感染着整个市场。波士顿咨询公司公布了2006年定期资本市场报告，指出投资银行收入整体上涨33%，达2 890亿美元，利润上涨38%，达900亿美元。报告没有指出那些喜人的利润仅仅是通过银行对资产进行前所未有的杠杆调节而实现的。2001年，美林公司的杠杆率只有16倍，而到2007年达到了32倍。高盛的杠杆率是25、摩根士丹利的是33、贝尔斯登的是33、雷曼兄弟的是29——所有公司的杠杆率都非常高。然而，在21世纪新型金融时代，很少有分析师愿意去关注这些数字。他们只关注收入和利润数据。“2007年前景

看好……因为经济和市场环境都非常好。”波士顿咨询公司这样宣布，表达出与市场表现一致的观点。它预言投资银行的收入在2007年将达到3 350亿美元，又是一次快速增长。



2007年春末，温特斯和布莱克越来越担忧。让他们感到焦虑的不仅仅是抵押贷款业务。在新世纪的前6年，公司贷款和金融衍生产品再打包业务同样趋于繁荣。仅2006年，银行家就卖出1 058亿美元的风险公司贷款CDO，比上一年翻了1倍，是世纪之初的7倍；卖出356亿美元的公司信用衍生产品CDO，是2001年的10倍。这导致了对进行CDO交易必需的原材料，即贷款、债券和衍生产品的疯狂需求。公司贷款的成本降到历史最低水平。

主流公司往往不会通过在资产负债表上累积债务进行廉价融资，人们依然清楚记得互联网泡沫时代公司在债务重压之下破产的情景。然而，私募股权公司对他们利用廉价债务进行的交易没有任何顾虑。他们类似于次级抵押贷款中的借款方。控制股权收购集团需要利用债务完成收购，利用一切机会进行廉价的大规模融资。银行家们都迫不及待地安排融资，因为那样可以得到他们进行公司CDO交易需要的完美原材料。

2007年春天，杠杆式融资集团的融资需求更加迫切，导致控制股权收购集团可以按照马虎得滑稽的条件取得融资。不但利率极低，而且银行家还放宽这些交易的法律合约，让借款机构可以顺利融资。与抵押贷款借款机构一样，控制股权收购集团非常愿意通过再融资降低借款成本。他们还通过累积债务取得丰厚回报。不足为奇的是，买断交易也在不断扩大。2006年，杠杆式买断交易额达7 530亿美元，其中一半交易发生在美国，是4年前的7倍。买断交易非常疯狂，导致许多大型公司被吞并，其中包括美国最大的商业物业集团Equity Office

Properties、英国联合博姿公司（Alliance Boots）、德州公用（TXU）和美国医院联合公司（HAC）。

当时的市场趋势让J·P·摩根进退两难。J·P·摩根并不希望退出公司贷款业务，这项业务理应成为J·P·摩根的核心业务。许多大型私募股权集团都是J·P·摩根的长期客户，温特斯和布莱克不希望这些老客户投奔别的东家。他们也知道竞争对手早已翘首期盼，不会放过任何一个业务发展机会。花旗集团的首席执行官查克·普林斯总是卖弄般地表示他急于扩展杠杆式贷款。“只要音乐在响，我们就会一直舞蹈下去——现在音乐依然在盘旋。”夏天的时候，他对《金融时报》这样说。

温特斯和布莱克依然担心控制股权收购集团早晚会遭遇交易违约的问题。如果违约发生时，J·P·摩根的账簿上依然持有准备进行再打包的债务，那将是巨大的风险。那样的“仓储”期通常至少会持续几周的时间。戴蒙也非常担忧。因此，他们开始梳理抵押贷款业务相关的风险。他们没有强行限制所有的公司贷款。春天结束的时候，银行的杠杆式贷款交易总额达到270亿美元，他们还是要求抵押贷款部门开始提高承保标准。接着，他们拒绝了一些交易，甚至包括一些强大的私募股权公司的交易。J·P·摩根顺利完成了对英国零售企业博姿公司的杠杆式买断融资，还有与德州公用的交易，却拒绝了第一资讯公司和Archstone公司的买断融资。“那年春天，我们在10项大型私募股权交易中只承接了5项交易，”布莱克后来说，“但也表示我们完成了自己并不看好的5项交易。”

尽管公司作出了交易选择，但J·P·摩根的杠杆式贷款总量还是在持续增长，夏初，交易量达到320亿美元。戴蒙、温特斯和布莱克决定继续加强交易选择，实施一系列所谓的宏观经济对冲。预测股票将出现大跌，交易员们被告知准备淡出股票市场；并且撤出衍生产品合约，因为预测公司的抵押贷款违约将会增加，长期利率会上涨。如果

经济危机破坏了杠杆式贷款组合的价值，银行将通过这些规避措施弥补损失。“事实上，大概每5年就会出现一些不良情况。从来都没有人有权认为信用周期不会反复发生！”戴蒙坚持这样讲。这是通过直觉和冷静的分析得出的评论。对戴蒙来讲，直觉就是行动的理由。



温特斯所不知道的是，原J·P·摩根团队中的一些同事也得出了类似的结论。J·P·摩根的培训中融入的谨慎对待风险的态度似乎已经成为员工与生俱来的特质。2006年，比尔·德姆查克在匹兹堡的PNC跟踪研究信贷繁荣的时候，就变得非常谨慎。那一年的年末，在参加一次股票市场分析师定期收入更新报道的时候，他宣布PNC在实施一项全新的政策，将信贷风险从资产负债表上剥离，通过售出债务或者信用衍生工具进行投保实现。按照美国所有其他本地银行当时的标准——市场繁荣之时应扩大贷款风险——德姆查克的决定非常奇怪。德姆查克清晰地记得互联网泡沫破灭之时，大通的投资组合面临的巨大破坏，他决定摆脱PNC的类似厄运。后来，他的团队进一步加强工作，完成了一系列的宏观对冲。有趣的是，他们的工作居然与远在地球另一端的温特斯进行的工作雷同。德姆查克从来都不是温特斯的亲密朋友，德姆查克的一些朋友甚至对温特斯在公司合并时没有鼎力保护德姆查克而愤愤不平。德姆查克的一位朋友后来说：“我想在一定程度上，温特斯非常希望德姆查克离开，因为德姆查克的离开成就了他的事业。”然而，不管他们在个性方面有多么不同，在一方面总是有共鸣的：无论德姆查克还是温特斯，都不喜欢没有节制的风险。

安德鲁·费尔德斯坦也在蓝山资本管理公司作好了迎接困难的准备，蓝山资本管理公司是他开始经营对冲基金的地方。从2005年开始他就在预期信贷周期的逆转，公司基金的全部投资战略设计都考虑到了他的观点——信贷市场存在价格扭曲。他早就发现银行在滥用CDO交

易、超级风险处理及其他方面处理不善，因而对CDO市场的低迷作足了准备。

他的决断并不是始终正确的。在2005年市场依然繁荣之际，他对信贷市场的看跌态度导致了巨额亏损。“是我过早地声称出现了逆转点。”他后来评论说，带着一丝揶揄的微笑。

然而，费尔德斯坦更加确定地认识到信贷市场即将发生一些情况。不同于马斯特斯和温特斯，他依然与许多银行的CDO交易部门密切交易，花大量的时间分析他们的交易数据。他无法确切知道银行在他们的资产负债表上累积了多少超级风险，那在银行都是严格保密的。然而，他发现一些银行的超级风险数额一直在上升，并据此认为形势不容乐观。

因此，他也持有一些他认为超级风险数额最高的银行的空头头寸。他还卖空了银行的超级风险，以及银行利用信用评级机构扭曲的价格向客户售卖的中级风险。“在理想世界，我认为市场是理性而高效的。在我的职业生涯中，我一直在努力促进这一理想的实现，”费尔德斯坦喜欢这样说，“但是，理想世界没有实现的时候，我们还是要继续交易。”

费尔德斯坦不时努力地对一些老同事讲述他认为的银行账簿上累积的超级风险之规模，但是他耸人听闻的言论遭到了怀疑。他告诉温特斯相关模型的价格存在扭曲之时，温特斯没有理睬。毕竟，蓝山资本管理公司是在利用投资银行的不足来牟取利润，因此，温特斯对费尔德斯坦的动机非常怀疑。

费尔德斯坦还向德姆查克更加具体地解释说许多银行在资产负债表上不断累积超级债务。德姆查克和费尔德斯坦是朋友，而且德姆查克还是蓝山资本的董事。即便如此，德姆查克还是表示无法相信银行会无视在他看来理所当然要进行的风险控制，更无法相信他一直参与

推出的智慧机制居然变得如此反常。“安德鲁告诉我他认为的银行对待超级风险的做法，但我还是听不进去，”德姆查克后来说，无奈而绝望地轻笑着，“我就是不能相信。我们许多人都不相信。”



2007年初，许多西方政策制定者认为信贷周期已经发展到即将发生逆转的程度，可能会引发超越美国房地产市场范围的连锁反应。但是，他们无法判断具体情况会怎么样，太多太多繁荣时期的金融活动他们并不知情，也不在他们的控制之中。2004年以来，美联储和英格兰银行一直稳步上调利率，以刻意戳穿经济泡沫。欧洲中央银行后来也随之仿效，然而，这些做法没有发挥作用。借款成本不升反降，而且在市场许多领域持续下降。美国政府债券的十年期中期债券收益甚至低于短期债券的收益，出现了叫做“倒收益曲线”的奇怪模型。艾伦·格林斯潘把这种情况戏称为“难解之谜”。当时还有其他许多让人困惑的现象。过去十年中，市场出现意外时，资产价格一直处于动荡之中，无论是市场出现油价波动、利率上升还是房地产市场的波动，均会导致资产价格的震荡。然而，国际清算银行当时指出，21世纪“金融市场的显著特征”是“大量的金融资产及市场的价格波动水平较低”。几乎所有资产的价格都在上涨，而借款的成本却不升反降。政策制定者所担忧的一个麻烦是：许多不同资产的价格相关性不断增强，从而可能会出现大范围的经济低迷。

大部分政策制定者和银行家在自己的职业生涯中从来没有遇到过如此怪异的平静市场，因而大家都不确定是否可以做些什么，或者应当做点什么，而且也没有统一的观点。资深的美国官员，大部分认为经济模式良好。2006年1月，深受尊敬的学术经济学家伯南克接替格林斯潘在美联储任职。世纪之初，伯南克就套用“大稳健”来描述21世纪的平和气氛。他和格林斯潘似乎都认为这样的“大稳健”时代是中央银行家成功抑制通货膨胀的结果和亚洲出现的储蓄盈余所致。其

实，争论的焦点是亚洲国家利用外汇储备购买美国的国库券和保持低利率水平的问题。

然而，格林斯潘和伯南克都敏锐地认识到信贷价格确实不能再无限上涨了。“通常，对信贷风险关注的低迷期过后就是反常，风险资产的价格会随之下跌。”格林斯潘在2005年这样说。然而，伯南克和他的前任都希望任何“随之发生的价格下跌”都不会导致经济动荡，因为金融创新应当可以缓解价格下跌对经济的冲击。早在20世纪80年代，储蓄和贷款危机就导致银行遭遇彻底破坏，原因是银行不能摆脱信贷风险。然而，到2007年，华盛顿的美联储和美国财政部相信信贷风险已经通过信用衍生产品和CDO被广泛分散，任何冲击都不会对经济造成破坏。

提倡创新似乎有着长久的历史。21世纪的前7年，金融系统连续遭遇冲击，包括世贸中心遭袭、安然公司破产、互联网泡沫破灭以及2006年资产90亿美元的不凋花对冲基金崩溃。然而，每一次的震荡过后，金融系统都得以迅速复苏。美联储官员因而满怀信心地认为同样的复苏模式适用于任何出现亏损的状况，包括次级抵押贷款和任何其他系统冲击引发的亏损局面。许多国际评论专家也这样认为。国际货币基金组织2006年的年报指出：“银行没有将信贷风险累积保留在资产负债表中，而是分散到更广阔范围的更多不同的投资者身上，这样的做法会让银行业和整个金融系统具有更强的适应力。”它另外补充道，这样的分散有助于“缓解和消除对金融系统的冲击”，而“适应性的提高可以减少银行经营的失败并推出更多一致性信贷规定”。

然而，并非人人都拥护这一信条。国际清算银行的官员（就不这样认为）。国际清算银行被称为是“中央银行家的银行”，因为国际清算银行召开中央银行家聚集和交流思想的论坛。国际清算银行在全球银行业具有相当特殊的结构化地位，因为其不直接对选举人和政治家负责，但是知悉许多中央银行业的秘密，因而，国际清算银行有着

自由的思想。从2003年开始，国际清算银行的官员开始表达完全不同于美联储官员的观点。第一次这样的碰撞发生在2003年8月30日，在怀俄明州杰克逊酒店召开的一次经济学家会议中。国际清算银行两位最资深的经济学家比尔·怀特和克劳迪奥·博瑞奥提交了一份警示性书面报告，说明不是所有的金融创新都是积极的："（过去20年）金融和货币体制的变更可能在经济膨胀阶段潜在扩大了金融失衡的范围……让盛衰周期变得更加脆弱，"有点像老顽童的意大利人博瑞奥宣布，"出现失衡的那些经济膨胀阶段，一方面反映出对真实经济的扭曲，一方面又促进了真实经济的扭曲（因此，要探究经济扩张的可持续性）。同样也会在随之发生的经济衰退时期酝酿不良隐患，带来金融压力。"

听众大部分是美国经济学家，包括伯南克和格林斯潘，他们对此没有表示什么。"人们认为比尔（怀特）只是在危言耸听。"一位资深的美国政策制定者后来回忆。接着，美联储副主席罗杰·弗格森义愤填膺地谴责这两个人完全不必那么"悲观"。美联储的官员还强制要求国际清算银行缓和公开发言的报告中采用的语气。怀特和博瑞奥作了一定的让步，之后他们的不同见解就消失在公众的视线中。毕竟，美联储是国际清算银行的大股东。"我们所讲的内容遭遇了太多的反对。"怀特后来回忆。艾伦·格林斯潘总是要求十足的尊敬和权力，通常被人们戏称为"大师"，他知道美国学者也拥有强大的权力。与这些强权对抗很困难，即便对国际清算银行也是如此。

然而，怀特和博瑞奥变得更加警觉。2007年初，他们开始认识到格林斯潘声称的"难解之谜"的重要原因是金融机构在以政策制定者并不知情的方式进行高度的杠杆操作。他们担心创新远不是什么拯救行动，可能会引发新的问题，他们也让同事们意识到那些该有的担忧。"我所担忧的是如果——或者当——系统出现反向杠杆作用的时候，会发生什么。"国际清算银行的董事总经理马尔科姆·奈特在2007年春天这样评论。再有，如怀特在2007国际清算银行年报中所写

的那样："即使有可能，我们显然也不希望退回到过去几十年前发生变化之前的景象……无论如何，新的市场参与者、新的工具以及新的模型相关的各种传言所称的好处都会遭到一些质疑，特别是已经广为流传的'放款加转销'方式。这些发展显然是有利的，但是同样也有副作用，而且有关联成本。"

其他西方银行家和监管机构倾向于折中这两种极端观点。欧洲央行行长让－克劳德·特里谢表示认同国际清算银行的观点。"我们现在看到了全球金融市场中不太稳定的因素，"他于2007年1月在瑞士小镇达沃斯召开的经济学家和全球领袖年会中发言说，"现在有大量的新型而复杂的金融工具创新——我们都不能完全了解其中的风险究竟在哪里。我们努力理解正在发生的一切，但这确实是很大、很大的挑战。"他补充说道，一边无奈地耸了耸肩膀。他指出"低利率、低收益和低风险保险"是引发潜在的资产大幅"再定价"的因素。

英国监管机构似乎更为矛盾。早在1997年，英国政府就取消了英格兰银行监管英国各银行的职责，把监管工作交给了新成立的机构英国金融服务局（FSA）。然而，英格兰银行依然负责维护整体金融系统的稳定。伦敦是信贷领域的重要参与城市。据估计，多达半数以上的信用违约互换都是在英国完成交易，许多影子银行的总部设在英国。但是，英国中央银行的银行家都认为跟踪各银行的工作是极其困难的，更不用提利益的跟踪。英格兰银行由宏观经济学家和为数不多的几位政治家支配——没有市场专家和新闻记者的涉足——他们非常关注信贷领域。银行的市场负责人保罗·塔克用几年的时间坚定而缓慢地开展工作，试图拼凑出市场正在发生的情况。2007年春天，他进行的探查工作让他本人非常震惊，因为他发现了当时正在发生的变化规模巨大，而且他不确定这些变化的意义。"我们处于一个我称之为载体金融的时代，"他说，"重要的中间机构不再只是银行、证券、交易商、保险公司、共同基金和退休基金，当然还包括对冲基金，另外还有担保债务凭证、特殊的单一保险金融担保、信用衍生产品公司、

结构化投资工具、商业票据中转机构、杠杆式收购基金，等等。这些工具可以像俄罗斯套娃一样组合在一起。”

英国金融服务局过多地忙于监管各银行，而没能思考“俄罗斯套娃”式的相互关联对整个系统的意义。英格兰银行行长默文·金似乎对此也没有兴趣。作为前经济学教授，金认为信贷领域的现代专业化创新与“真正”经济的运作没有多大关系。塔克担心“载体金融”会变得危险，但他没有权力要求银行进行变革。无论如何，他本人完全不确定情况到底有多么危险。“去年，全球货币和金融稳定性得到进一步加强，”他在2007年春天说，“在这个大背景下，银行和交易商都公布了相当可观的收益，积累了更多资本性资源。未来10年，一些当前可见的失衡现象会巧妙地融入系统。因此，10年的时间，我们可能……更好地了解金融市场的结构变更是促进还是阻碍了稳定性的维持。”

纽约联邦储备银行的年轻行长蒂莫西·盖特纳的角色依然十分矛盾。不同于美联储和英格兰银行的行长，他没有学术经济背景。蒂莫西于2003年10月就职，年仅42岁，此前供职于美国财政部。他摆脱了教条的经济理论的束缚，非常务实，有时候他认为自己人生的目标就是“尽量不做糟糕的事情”。像几乎所有的美国政策制定者和官员一样，蒂莫西认为在理想世界，银行业应当遵守自由市场竞争的规则。然而，在现实中，他意识到政府有时候需要参与其中。在他看来，金融系统总是充斥着他称做“集体行动问题”的麻烦——银行总是过于匆忙地参与竞争，贪婪地追求自己的利益，没有理性地考虑过长期效果。

换句话说，竞争力量并非总是促成有效或安全的结果，盖特纳这样认为。不同于格林斯潘对自由放任金融的观念，盖特纳的理念与前纽约联邦储备银行行长杰里·科里根的观点比较接近。这并非巧合，盖特纳上任后，经常喜欢打电话给科里根和其他经验丰富的金融家征

求意见。科里根非常愿意像长辈那样提出谆谆告诫。他和盖特纳不但对市场持有相同的态度，而且都对市场基础的技术细节很是着迷。“我想人们可以说科里根和盖特纳坐在同一张教堂长凳上，而格林斯潘没有同在。”非常了解他们的一位高级美国官员这样评论。

向来务实的盖特纳非常小心，从不在公开场合表达不同于格林斯潘的观点。与格林斯潘相比，盖特纳不只是年轻，他也没有表现出咄咄逼人的影响力和要求被别人尊敬的态度。然而，随着21世纪第一个10年的结束，他开始对信贷市场的一些趋势深感焦虑。2005年以后，他召集银行家准备应对所谓的“肥尾”。“肥尾”是一个统计术语，指极端不良事件更频繁地发生，超越了银行风险评估非常依赖的正常贝尔曲线统计模型下的不良事件发生频率。他在2006年春天评论说：“过去20年中，美国金融系统的许多基础变化都表明金融系统可以比过去更有能力承受各种冲击带来的压力，（但是）对金融系统整体适应力的信心需要客观对待，需要认识到依然存在许多我们不了解的潜在资源和未来压力对系统的影响结果……（以及）……新型金融衍生产品和结构化金融产品的繁荣改变了金融系统的杠杆功能。杠杆嵌入式金融工具加入资产负债表使得潜在风险更加难以评估。”

盖特纳的担忧最明确的信号表现在他强行限制信用衍生产品的交易基础上。早在1993年，完成30国集团报告的J·P·摩根的银行家就考虑成立跟踪和结算衍生产品交易的强制结算所，但没有真正实施。结算所的一个巨大好处是保护不合理的“交易对手风险”，即双方进行交易时，一方突然中断交易，无法最终完成交易的危险。成立结算所的提议被拒绝是因为完成30国集团报告的银行家认为投资者本身具有强大的监视交易对手风险的动机。他们强烈坚持的观点是保持衍生产品市场的私密性，只进行自愿监管。

然而，到2004年末，盖特纳清楚地看到衍生产品的自身约束并没有消除交易对手风险。那时候让他特别警觉的是银行具体组织工作的

情况。尽管信用衍生产品理应成为有效的“虚拟”银行业的典范，但许多银行依然使用传真机确认交易。在市场发展的初期，传真确认交易没有任何问题，但随着市场的不断膨胀，大量的交易涌入银行的后勤部门，导致订单积压。到2004年，积压引起的交易延迟越来越严重，平均18个工作日银行才能完成交易。更糟糕的是，一种新的时尚开始“革新”交易，或者叫做把交易拱手转移。例如，如果银行A与银行B达成一项CDS交易，A后来可能决定将那项交易卖给银行C——无须通知银行B，导致大量的交易成为合法的未完成交易。

在自由市场经济学家构想的理性市场中，银行应当自愿投资创建更好的交易系统来应对这个问题。然而，银行没有这么做。在许多银行，衍生产品交易员不但从不管理后勤工作，而且无心牺牲他们的利益花钱支持基础投资。显然，除了摩根大通的杰米·戴蒙之外，大部分银行的首席执行官对交易基础知之甚少。没有一家银行愿意停止火热进行中的交易，除非新的系统就绪，否则的话竞争对手就抢先赢得了利润。在盖特纳看来，这就是典型的“集体行动问题”。

2004年末，他开始行动，鼓动科里根发起一项研究，号召一流的华尔街银行家们检查复杂的金融领域的情况。那时候，科里根担任高盛的董事总经理，已经进行过类似这样的研究工作。那是在1999年，研究显示出长期资本管理公司对冲基金崩溃后人们从中吸取的教训。第二次研究安排的日程更长，目标是更为综合地分析复杂的金融情况。2005年夏天，300页的报告最后发布，正好适时要求各银行彻底检查信用衍生产品的后勤运作流程。“尊敬的亨利，”科里根在给当时的高盛首席执行官亨利·保尔森提交报告之时，随附的信中这样写道，“我希望您特别关注的是号召全行业紧急行动，处理信用违约互换市场中严重的后端问题和潜在的结算问题，阻止一些市场参与者在未经原始交易对手同意的情况下进行交易易主……这种做法会逐渐扭曲各机构有效监管和控制交易对手信贷风险的能力。”

2005年9月，盖特纳召集14家华尔街最大的银行派代表参加纽约联邦储备银行的会议。这是长期资本管理公司对冲基金崩溃后，银行业第一次召集美联储集体会议。盖特纳决定表明自己的观点，他面对各银行发表了严肃的讲话，指出必须彻底检查系统和进行强制监管。他的演讲发挥了作用。到2005年末，确认交易的平均时间缩短到11天，2006年再度得到改善。盖特纳和科里根非常兴奋。他们通过与监管机构和银行进行灵活而主动的沟通，把问题扼杀在了萌芽之中。“通常，面对危机之时人们才会产生解决问题的意愿和动力，”盖特纳于2006年末，在一篇与英国金融服务局局长卡勒姆·麦卡锡合著的文章中指出，“显然，我们要在危机之前首先发挥信用的力量。”英国的官员非常支持盖特纳，因为他们也在担忧订单积压的问题，但是监管的责任分别落在银行和英国金融服务局方面，谁来收拾残局依然没有明确。

2007年初，盖特纳和科里根在认真思考订单积压的问题之时，还是有些许成就感的。缩减订单积压是相对容易解决的问题，人们都可以看到需要去做什么，还有实实在在的数据证实人人需要行动。但是，如果银行后勤部门的问题发展为整个系统中更加严重的问题，该怎么办呢？如果“集体行动问题”以大量其他并不透明的方式扭曲了信贷市场，该怎么办呢？监管机构是否可以做点什么来处理那些无形的“集体行动”问题呢？盖特纳和科里根对这些问题都不确定。



2007年4月17日，科里根到华盛顿参加由德国财政部组织召开的会议。那一年，轮到德国负责召开八国集团（G8）会议，八国集团是八个全球领先工业化国家的领袖共同会晤和商讨政策的论坛。他们希望通过共同会晤集中关注金融稳定性方面的棘手问题。和其他国家一样，德国金融界的负责人员担心信贷泡沫会发展到无法控制的程度。然而，他们非常清楚是什么引起了问题——对冲基金。几乎就是在10

年前的1998年秋天，长期资本管理公司崩溃的时候，金融系统就遭遇了强烈震荡。长期资本管理公司的杠杆率不低于100倍，使用那些资金对利率衍生产品大幅下注，结果却出了问题。之后，银行和监管机构仔细审查了基金，科里根的报告中总结的教训给了他们极大的鞭策。然而，德国依然对这些基金缺乏正式的监管非常警觉。

即便他们不知道信贷状况如此极端的准确原因，他们还是认为高速运转、充满风险的对冲基金必定会是问题的根源；而且他们希望说服八国集团的其他成员进行监管，起码可以表明全球领袖愿意行动起来防止又一次的泡沫破灭。“我们需要正式商讨对冲基金的问题。”德国财政部长佩尔·施泰因布吕克指出。

在一个星期日的下午，八国集团代表齐聚世界银行总部讨论德国的提议。参会人员有高级美国官员，包括美国财政部副部长罗伯特·斯蒂尔和蒂姆·盖特纳。还有来自欧洲的高级中央银行家和财政部官员，包括意大利央行行长马里奥·德拉吉和英格兰银行高级官员奈杰尔·詹金森。另外还有一些私有公司的金融家应邀参会，科里根就是其中一位。另一位是对冲基金尼克斯联合基金的创始人吉姆·查诺斯，人们都知道他坚持实行德国憎恶的激进式“空头”头寸。

各位代表纷纷走进世界银行的大型会议室。会议的安保工作非常严密。科里根是首先发言的人物之一。他以一贯的冷淡语气概括讲述了涉及对冲基金和事关其他投资者的、困扰复杂信贷领域的重大问题。他评论说，好消息是交易订单积压的问题得到了缓解；坏消息是创新速度过快，大量的新型风险管理面临挑战——事实上，风险管理方面的挑战过于巨大——科里根指出他本人都根本不能确定监管机构，甚至银行家，是否真正了解累积的风险是什么。

一位意大利的官员打断科里根的发言。他指出，几个月前，意大利银行要求罗马的28家金融机构就信用衍生产品和其他结构化金融业

务完成匿名调查。“但是截至目前，没有一家机构作出回应。”他评论说。会议室发出了紧张而又尴尬的笑声。

接着，查诺斯应邀发言。美国财政部的斯蒂尔要求他与会指出对冲基金还是有其积极意义的。美国财政部不同意德国声称对冲基金是主要问题的观点，而且没有热心参与监管。因为，积极监管就是无视艾伦·格林斯潘的观点，他提出系统中保留一些不受约束的风险冒险者以分散大部分参与者的风险是不错的做法。

“那么，您怎么看待对冲基金和金融稳定性呢？”一位高级德国官员问查诺斯。查诺斯努力通过言简意赅的方式维护自己的观点。他争辩说，对冲基金是一种有着稳定风险的业务，而且正是因为对冲基金属于风险型业务，往往会更专注于监控风险。相反，金融系统的其他部门更加危险，因为相关的风险根本没有人注意到。“您应当担忧的不是我们——而是银行！”他指出。

他指出担忧的原因：投资银行的杠杆率一直在攀升；银行在它们的账簿上累积了大量的、无人理解的不明信贷资产；奇怪的CDO和SIV工具全面活跃在各大银行。面对所有那些大量的危险而只担忧对冲基金，就像泰坦尼克号撞上冰山时不停摆弄甲板上的几把椅子那样徒劳无功。“您应当担忧系统的调控力度！”他说，并且指出他非常担心自己购买的基金，因而选择了大量的“空头”头寸，担心大部分投资银行和多数单一保险机构的股票价格会下跌。德国人完全没有为之动容。“谢谢，那么您就对冲基金的风险有什么要说的吗？”一位官员问道。“没有。”查诺斯说完后坐了下去。

查诺斯觉得在座的大部分官员们根本就没有听他说什么，完全谈不上同意他所讲的。在某种程度上，是数据在作怪。监管机构和中央银行判断银行运作是否良好的主要方法是这些银行是否符合《巴塞尔协议》的条例。所有银行都需要留存资产的8%作为储备资金，从这一点来看，所有银行都非常健康。2007年初，英国银行的储备资本比率

为12%，美国只是稍微低一点——但远远高于监管机构要求的最低比率。这样一来，监管机构就很难有充分的理由对银行进行监管。他们所不知道的、而查诺斯努力要警示的正是那些资本储备相对于银行的真正风险来讲只是很小的比例，因为太多的风险都被藏匿于影子银行，其评估方式也是非常狭隘的，不具有太高的可信度。

实际上，与会的一些人对《巴塞尔协议》中的评估方式表示了质疑。2007年，许多跨国银行使用变革后的《巴塞尔协议》，即《新巴塞尔资本协议》（Basel II），允许银行使用内部系统确定风险资产，以及需要留存多少储备资金。如果银行判断CDO风险的模型本身是错误的，那么《新巴塞尔资本协议》系统就不能发挥作用，市场中的风险可能会很大。科里根花费大量时间研究各银行的模式，发现根本没有完全可靠的模式。盖特纳不断警告说银行需要对“肥尾”的“尾端风险”多加留意，说明他也对银行的模式非常不放心。然而，无形风险的模糊观念不足以促使八国集团开始行动。

盖特纳清理交易订单积压的时候接触到许多让人警觉的数据。同样，德国人在全力进行对冲基金监管的时候，也至少有长期资本管理公司事件的实例。但是大型银行却很难有什么引起人们的担忧。

会议没有什么结论性的成果。显然，八国集团的其他成员不支持德国强制限制对冲基金的观点，同样显而易见的是与会人员没有人可以清楚说出应当采取什么样的更加理智而积极的观点。作为摩根大通的首席执行官，杰米·戴蒙可以按照信贷周期逆转的直觉进行政策转变。而中央银行家和监管机构却因庞大的官僚机制困扰而难以行动。他们只能等待背水一战。面对似乎无人能懂的金融系统，八国集团束手无策——只能期待美国次级抵押贷款领域出现的亏损可以很快得到弥补，就像创新倡导者所假想的那样。

1. 中价，地产界常用术语。就是所有出售物业中中间的价格，也就是一半的物业是低于这个中间价格，一半的物业是高于这个中间价格。通常用中价来衡量物业市场情况，而不是平均价格。——编者注

第3部分
灾难

第十一章
最初的失败

西班牙蔚蓝色的天空，太阳缓缓落到地平线以下。在优雅的巴塞罗那滨水区，一大群度假者在沿着海滩漫步，享受着惬意的夏日空气，落在后面的几位游客大声笑闹着跳入水中。高处，几位银行家站在新潮闪亮的白色酒店雅致的露台上，享受着所谓的香槟致敬，庆祝投资银行在刚刚过去的一年中创造了赢利水平的历史新高。那一天是2007年6月11日，欧洲证券化论坛（ESF）召开年会的日子。该论坛专业推进欧洲的证券化业务。

香槟瓶塞开启的砰砰声、人们欢乐的笑声不绝于耳。灯光渐渐暗下，摇滚乐队开始忙碌，演奏着通俗的翻唱歌曲。乐队自称“展示杠杆作用”，名字来自一个玩笑，演奏人员都是巴克莱投资银行、瑞士信贷银行和其他银行的银行家。他们的演奏并不专业，甚至有些跑调。

“真是业绩非凡的一年！”乐队演奏的时候，掌管欧洲证券化论坛的里克·沃森满脸笑容地感叹道。此时的沃森有充分的理由高兴。回顾20世纪90年代，欧洲还没有像欧洲证券化论坛这样的交易机构支持证券化工作；该论坛诞生几年后，也只是有1 000位左右的银行家参与的论坛。

然而，在此次庆典之时，证券化已经如野火般在欧洲蔓延，超过5 000人参与了这次盛会。会议的主题立意远大：“全球资产证券化走向晨曦！”兴高采烈的人群包括来自美国大型银行的谈吐利落、牙齿洁白、总是倾心销售再打包抵押贷款债务的销售人员，谦卑的英国交易

人员，严肃认真、喜欢一根接一根抽烟、来自德国保险公司和银行的代表。他们关注的目标人物包括意大利、西班牙、德国和希腊的资产经理，这些人的装束总是非常淡雅得体。少言寡语的中国人和新加坡人也在聚会上忙于往来应酬。有传言说他们在秘密购买CDO，寻找外汇储备的资源。还可以看到少数几位监管机构的人员，与银行家相比，他们的穿着略显单调过时。而最大的代表团是从CDO繁荣中获利丰厚的三大信用评级机构，此行来到巴塞罗那是他们展示自己能力的最佳机会。

浴室、咖啡区和电脑终端服务区一直排着长长的队伍。银行家们在去往会议室的走廊里互相拥挤着，场面非常混乱，大家只好站在过道或蹲在地上。激烈的争论不断，涉及美国抵押贷款债券市场、CDO市场、SIV（结构性投资工具）、西班牙抵押贷款市场和俄罗斯资产担保证券的发展前景。大家甚至针对伊斯兰金融展开高调的争论，在伊斯兰金融领域的投资必须按照伊斯兰教义禁止利息。一些人希望伊斯兰金融成为证券化的新型热门增长领域。“我们现在所看到的证券化是创新的极度爆发。”沃森说。

但是，这样的聚会还会继续吗？不是所有人都信心十足。5月末，就在巴塞罗那会议前，债券和贷款的价格都遭遇一定的下滑，表明信贷市场已经达到一个发展高峰。“（最近）债券市场发生的情况表明我们可能到达了一个发展的转折点。”德意志银行证券化研究部门主管加内什·拉金德拉表示。“诸多迹象表明气候正在转变，”美林公司资深的高级证券化分析师亚历山大·巴彻瓦罗回应道，“市场一直在快速增长——去年翻了一番——我们必须探究一下今年是否会同样实现如此快速的增长。”

没有人怀疑曾经发生的增长。来到巴塞罗那参加聚会的大部分银行家在繁荣之前从未从事过银行业的工作。欧洲证券化论坛的组织者对未来信心十足，居然宣布2008年的聚会将在戛纳举办，而且一定是

一次更加盛大而豪华的盛会。“我们需要更宽敞的空间。2008年的会议规模甚至更大。”在香槟的连续碰杯声中，在乐队的演奏依然继续之时，沃森这样宣布。



就在欧洲证券化论坛年会的第二天，6月12日，纽约出现爆料新闻：与贝尔斯登密切关联的对冲基金遭遇危机。“市场的混乱沉痛打击了风险抵押贷款，一只大型对冲基金从年初到4月末下跌了23%，”《华尔街日报》报道，“一只名为高级结构信贷战略强化杠杆的基金由大量次级抵押贷款组成，住房贷款均面向信用记录很差的借款人。”在纽约交易的基金由两位前贝尔斯登的银行家拉尔夫·乔菲和马修·坦宁负责。

最初，关于究竟是出现了什么问题的详细报道非常之少。然而，很显然的是，该基金受到了不良抵押贷款和高杠杆率双重负面因素的打击。乔菲和坦宁最早在2003年10月就开始经营基金生意了，他们筹集了投资者的9.25亿美元创建了贝尔斯登高级结构信贷战略基金。后来，他们从银行大笔借款购买证券，都是他们在市场资料中描述为“优质、浮动利率、结构化融资证券”的证券，包括资产担保债券、CDO和银行贷款，其中许多都是由贝尔斯登创建的，大部分具有高信用评级。2004~2006年，信贷市场繁荣之时，该战略基金收益巨大，年收益在13%到40%之间。如此成功的举措促使他们于2006年夏天推出了又一只基金，命名为高级结构信贷战略强化杠杆基金。该基金采用相似的原理，但杠杆作用更大，有时候，投资者资本的1美元在杠杆作用下可获得高达20美元的收益。

第二只基金也创下了开门红，前4个月累计收益达4.4%。然而，2007年初开始出现崩溃现象。随着次级抵押贷款市场的恶化，一些抵押贷款证券和衍生产品的价格开始出现下跌。根据相关模型的推测，

那是不应该发生的情况——那些产品都是具有风险保障的——但是违约情况出现得越来越多，以前难以置信的情况开始发生。

两只基金努力使用ABX衍生产品购买抵押贷款违约保护，力图保全自己，但是为时已晚，一切都来不及了。2月份，投资者对基金累计的损失已非常警觉，开始要求返回超过两亿美元的资金。乔菲和坦宁努力安慰投资者，争辩说这两只基金具有“了不起的创收机会”，而且“我们对现在的情况非常放心”。然而，他们私下是非常担忧的。“我害怕这些市场，”乔菲于2007年3月15日发给同事的电子邮件中这样写道，美国联邦调查局获取了这封邮件的内容，“要么是彻底垮台，要么是前所未有的极好买入时机，但我认为可能会彻底垮台。”

5月份，两人勉强承认杠杆率最高的基金仅4月份一个月就损失了6%。不久之后，他们修正了估计的损失数额，宣布损失高达19%。投资者非常气愤：乔菲和坦宁怎么可能作出如此不堪的错误估算呢？事实很简单，因为计算那些基金持有的资产的“真实”价值极其困难。相关的一些证券在公开市场交易，可以跟踪价格，但大部分CDO产品依然没有进行交易。如果那些基金应用“买入持有”策略，购买资产后一直持有到最后期限（通常是5年），价格信息的缺失就没有关系。但是这些基金是对冲基金，而对冲基金领域一个广泛应用的规则是定期向投资者报告资产的所谓“逐日盯市”价值。没有这样的透明度，投资者通常不会投资。因此，贝尔斯登的基金面临的一个巨大问题是：在资产的真正市场不存在的情况下，如何找到“市场价格”呢？

大部分基金使用一些模型审视违约发生的模式和这些产品进行交易的价格，根据相关数据推测出一个价格，解决“市场价格”缺失的困境。以这种方式推测，不难得到公司信用衍生产品的价格，因为市场中有大量的公司债务产品进行交易。而抵押贷款业务的问题要棘手一些。抵押贷款衍生产品在短时间内得到迅猛发展，很难严格区分优先抵押贷款和相联CDO的价格。抵押贷款债券的交易非常之少，更不用

说抵押贷款衍生产品的交易。唯一清晰的指南是ABX指数，该指数于2006年初推出，提供一系列CDO债券的价值——从BBB到AAA评级的债券都有。所以，许多基金——包括贝尔斯登的基金——的做法就是参照ABX指数给出的价格，用来推断他们的CDO中的债券价格。2006年期间，这种做法促成了相关基金的风光局面，因为当时的ABX交易看涨。然而，2007年2月末，ABX指数表示BBB级次级抵押贷款债券的价格下降到面值的65%左右。换句话说就是，应用ABX指数购买保险的成本上升许多，只有认为债券价值仅仅为面值的65%，价格才讲得通。3月份，ABX指数有小幅增加，但是到6月份，BBB级债券的隐含价格再次下滑到面值的60%。就是A级和AA级债券的价格也开始下滑。

乔菲和坦宁把这些价格变化趋势融入到他们的模型进行分析后，发现它们的破坏性极大。6月初，大部分杠杆式基金的资产价值都下降了23%，而一些更老式的基金也都有5%的损失。由于新型基金的高杠杆率和老式基金濒临崩溃，局势明显不容乐观。《商业周刊》指出当时的困境是“大量依赖借来的钱进行投资下注的基金面临的又一危险案例”。

随着损失的不断增加，位于公园大道270号的J·P·摩根总部的负责人员开始考虑他们该怎么做。当乔菲的那两只基金使用杠杆进行投资下注的时候，他们也从银行大笔贷款进行投资下注，通常选择的是短期贷款。J·P·摩根累积了大笔资金，巴克莱投资银行、美林、高盛和其他机构也是如此。J·P·摩根的管理层非常清楚其中的风险，但是也期待能扩大对冲基金的交易。为了降低风险，J·P·摩根要求贝尔斯登拿出大量的优质贷款抵押品。6月中旬，投资银行的联合主管史蒂夫·布莱克担忧银行能否把资金收回，因而派了一个团队到贝尔斯登在麦迪逊大道的办公室评估情况。贝尔斯登的负责人员努力安抚说：“只需要和我们站在一起，一切都没有问题——我们有优质的产品！”但是，J·P·摩根的风险经理们坚持要求查看账目，结果表明相关基金确实面临崩溃。

布莱克意识到J·P·摩根要尽快把他们的资金收回——否则会售出贝尔斯登提供的抵押品。他打电话与沃伦·斯佩克特进行了沟通，斯佩克特是贝尔斯登投资银行强大而受人尊敬的领导，他创建了银行的贷款市场——而且是贝尔斯登的为数不多的真正全面理解相关业务的几位人员之一。斯佩克特公然表示出不合作，他指出只有J·P·摩根声称要收回他们的贷款。他还声称两只基金会在不久重新复苏，扭亏为盈。

布莱克非常生气。他知道美林公司和其他几家债权人也声称要收回贷款。因而，他致电给另一位贝尔斯登的高级官员艾伦·施瓦茨，布莱克和他相识多年。布莱克坚定地说："我们要收回资金！"随着压力的增加，乔菲和其他几位贝尔斯登基金的负责人员试图找到一些资金以返还贷款。他们声称会卖掉近40亿美元的流动资产，贝尔斯登的交易员还列出了可以用来拍卖的证券名单。然而，那些资金依然不足以安抚几家债权人。时间一天天过去，美林公司没有收回他们的资金，美林的负责人员告诉贝尔斯登他们计划在公开市场卖出贝尔斯登4亿美元的抵押品——大部分都是复杂而又很少交易的产品，如CDO。

美林的威胁引起了整个市场的震惊。以前从没有人公开销售过大量CDO或抵押贷款债券。那样的减价出售可能会催生CDO领域从未出现过的事物——"真实的"、不可否认的市场价格。理论上讲，这应该是一次健康而长期的发展。毕竟，推出结构化金融的银行家一直声称维护自由市场和理性定价的优势。他们应该喜欢公开透明。然而，事实上，公开拍卖威胁到短期利益的获取。即使在最佳时期，强制销售也不会有良好的售价，到6月中旬，抵押贷款市场的状况开始一天天恶化。

6月15日，就在美林发布第一次销售威胁之时，穆迪信用评级机构宣布降低131种BBB级次级抵押贷款债券相关的评级，并审查247种其他债券的评级，所有审查都与2006年发出的抵押贷款相关。然而，审查

只涉及30亿美元的债券，只是2006年售出的总额4 000亿美元次级抵押贷款债券很小的一部分。无论如何，投资者还是受到了惊吓，导致ABX指数的BBB级债券面值下降了60%。

穆迪承认相关专家发现很难读懂房产市场的趋势。“这些抵押贷款的违约程度完全高出最初的预期。”穆迪评论说。人们开始变得紧张不安。“负面情绪主导了次级贷款债券市场。”J·P·摩根的分析师指出。银行家担忧任何CDO产品的拍卖都会压低价格，引起不良反应，不但会影响贝尔斯登的基金，而且会影响其他大量的投资集团和银行。

毕竟，大部分机构还是在使用价格模型标示CDO的价值；如果出现明显的较低“市场”价格，几乎所有持有CDO的机构都会出现亏损。公开透明一定是非常危险的冲击。“如果我们发现这些资产的售价极其低廉，可能会引起其他基金重新估计他们一直持有的证券的价值有效性与合理性。”纽约投资研究公司格雷厄姆－费希尔公司的董事总经理乔希·罗斯纳说。

在几天的时间中，边缘政策的游戏一直在上演。美林公布了他们希望卖出的CDO和其他证券，邀请投资者招标。J·P·摩根和高盛也进行同样的威胁。贝尔斯登手忙脚乱地努力劝说，指出其自身也遭遇了损失。美林和J·P·摩根坚持要求收回他们的资金。最后，紧张局势进一步升级，大量产品被卖掉。6月末，贝尔斯登公开宣布向乔菲的两只基金中更老的一只提供32亿美元的紧急救援基金，给予扶持。另一只基金将进行清盘。贝尔斯登还私下同意J·P·摩根、美国银行、美林、高盛和其他机构收回贷款，从而使这些银行不再进行减价出售的威胁。

在抵押贷款市场进行投资的金融家如释重负，终于避免了一场惊慌。然而，布莱克和J·P·摩根的同事们谨慎地认识到这只是暂时的缓和。即使得到了总部贝尔斯登的救援，贝尔斯登的基金还是风雨飘

摇。而且，抛开贝尔斯登基金的命运不说，真实发生的情况也表明更大范围的结构化威胁依然在整个系统中延续着。导致贝尔斯登基金在劫难逃的是这些基金杠杆率非常高，只适用于长期抵押贷款资产，而投资者却是在相对短期内可能撤出资金的人群。用银行业的行话来讲，贝尔斯登的基金深受“期限错配”的困扰：他们购买短时间内很难出手的长期抵押贷款资产，而且是通过极不稳定的短期债券筹集资金进行购买。更糟糕的是，贝尔斯登的基金还期待定期将资产招摇于市——尽管市场根本就不存在。

对贝尔斯登来讲，那次鸡尾酒会极不友善，早在2007年初，抵押贷款市场就出现了不良势头，因为贝尔斯登基金持有的都是在抵押贷款市场衰退之时非常脆弱的CDO，投资者和债权人会在衰退早期就表现出恐慌。然而，贝尔斯登并不孤独，因为整个投资行业随处都是使用大量杠杆投资抵押贷款资产的基金，而且同样是期限错配。其中只有一些拥有比较耐心的投资者或是相对较好的资产组合。但是，结构化的问题却无处不在。随之出现了更令人质疑的问题：贝尔斯登基金的问题可以孤立看待吗？抑或，是他们在指出问题会在整个系统中爆发？到6月末，依然只有少数几位银行家才可以给出明确的答案。其中，戴蒙、温特斯和布莱克都开始担忧。“事情可能会变坏。”布莱克对同事们这样说。



7月中旬，又一轮冲击波出现。温特斯接到德国工业银行（IKB）的一位官员打来的电话，当时他正在日内瓦国际机场大步流星地准备前往参加一个会议。德国工业银行是一家位于德国杜赛尔多夫的中型放款机构。该机构只在德国有较高的知名度，专业资助中型生产制造公司。然而，那位官员那天要说的与行业没有任何关系：银行极其需要紧急信贷限额，以应对叫做“暂时”集资的问题。“我们有许多安

全的证券，但投资者现在变得非常怪异，”那位银行官员这样解释，“您愿意帮忙吗？”

温特斯吃了一惊。问题的核心是德国工业银行经营的投资工具，即Rhineland和Rhinebridge。其中，Rhineland是较老的一个工具，早在5年前就推出了。那时候，德国工业银行——和许多德国银行一样，努力想办法实现业务多元化，试图摆脱公司贷款这一单一核心业务，因为这项核心业务已经没有利润了。因此，其推出了Rhineland，投资优质债务，包括抵押贷款债券。Rhineland是SIV（结构性投资工具），即不显示在德国工业银行的资产负债表上。Rhineland通过向投资者出售商业票据债券筹集资金，投资者包括欧洲退休基金和美国公共部门投资机构。例如，明尼阿波利斯市西北郊的洛宾斯达地区学校就购买了Rhineland商业票据，蒙大拿州投资委员会也买了。

2002年到2006年期间，该战略给德国工业银行带来了丰厚的收益，可以说取得了巨大成功，因而在2007年6月——就在温特斯接到那个电话前不久——德国工业银行推出了第二个SIV，即Rhinebridge。与第一个SIV一样，Rhinebridge同样热衷于购买债务工具，包括抵押贷款CDO产品。这一行动促使西方投资银行急于讨好德国工业银行的官员。例如，在巴塞罗那召开的欧洲证券化论坛的会议上，美国经纪人和银行家都围着德国人转来转去，希望能卖给他们更多债券。

然而，那个7月温特斯站在日内瓦国际机场之时，显然是德国工业银行的资金出现了问题。他打电话给伦敦的交易员。“怎么回事？”他问。“似乎是一家银行的商业票据市场出现了问题。”交易员回答说。

那条消息让人恐慌。此前，商业票据市场一直被看做是金融界最安全、最单调的角落之一。商业票据市场是通用电气和其他蓝筹巨擘筹集日常运营所需的短期资金的市场，通常也是可靠而谨慎的投资者在选择银行定期存款之外存放现金的市场。公司财务主管通常会购买

商业票据，因为那些债券往往比银行存款的收益要高一点。退休基金有时候也会购买商业票据。然而，对商业票据需求最大的机构当属高达3万亿美元的货币市场基金。

这些基金通常通过普通零售投资者或公司筹集资金，他们倾向于将货币市场基金等同于银行账户：把钱存于货币市场，准备在短期内随时支取。因为货币市场基金清楚投资者可能会要求很快兑现，这些基金通常只购买短期资产和安全的资产。商业票据正是这样的资产。

德国工业银行筹集资金的具体市场是这个行业的一个小分支，ABCP（资产担保商业票据）的一种变异。这个名字是因为发行短期债券的公司通过“资产”支撑市场，例如抵押贷款债券。购买这些债券的可靠但呆板的投资者对有抵押贷款担保的CDO的原理知之甚少，更不懂得SIV的核心原理。然而，他们也不关心相关工具的原理，因为相关债券的评级都很高，通常是AAA或AA级的。购买ABCP的货币市场基金经理们认为这些债券与通用电气等巨型公司发行的债券一样安全。

但是，7月中旬，对那些债券评级的信任支柱由于一些原因开始瓦解。一个原因是抵押贷款出现违约的负面新闻；另一个原因是信用评级机构自身开始下调评级。7月中旬，穆迪信用评级机构宣布下调50亿美元次级贷款债券的评级。同时，标准普尔将73亿美元的债券评级进行了下调。接着，贝尔斯登的一连串基金事件败露。那两只基金崩溃后，许多债券和CDO严重破坏了基金市场，而它们都具有相对较高——不是较低——的信用评级。ABCP市场的投资者开始紧张。

几乎没有人确切知道贝尔斯登持有的“抵押贷款担保的债券”是否与德国工业银行基金持有的债券相似，也没有人知道CDO的价格“应当”是什么。连接CDO投资者和美国房产的金融链过于冗长复杂，就是专家都很难计算得出违约对金融链另一端的CDO投资者的现金流有着怎样的影响——更不用说非专业人士对违约的认识了。但是购买ABCP的投资者之所以购买就是因为其有着较高的风险保障。他们不能容忍一

丝的不确定性。因此，当传言出现在贝尔斯登的时候，他们唯一能做的就是消除风险：不再购买债券。“问题是人们不能确切知道该相信什么，不信什么，”大型欧洲货币市场基金协会的领导唐纳德·艾肯解释说，“或许大部分（商业票据）背后的那些投资组合一切正常，但人们并不确定，因而不愿意冒险。”

这种买方拒绝出手的局面导致德国工业银行进退两难。实际上，就那些银行的实际贷款违约情况来讲，德国工业银行基金持有的绝大多数抵押贷款资产并没有受损。然而，大部分SIV——像对冲基金——都需要对持有资产的价值进行定期更新汇报。因为ABX指数报出价值下降，投资者根本不愿意购买德国工业银行基金发行的债券，导致德国工业银行基金急需现金。理论上，投资者有权要求德国工业银行提供备用紧急贷款，以保证他们有偿还能力，但事实上，德国工业银行根本没有提供那些资金的来源。德国银行从来不留存大额储备资金以防基金出现需要紧急信贷限额的情况。ABCP市场面临倒闭的说法让人无法相信。而且，巴塞尔监管规定不要求德国工业银行持有那样的安全网络，因为相关基金是资产负债表外的SIV。因而，当德国工业银行基金持有的资产数额超过200亿美元时，银行账簿上的流动资产实际只有160亿美元。

就是在这样的情况下，J·P·摩根出现在德国工业银行的视野中。7月中旬，德国工业银行疯狂致电其他银行，寻求填补资金空缺的贷款。“您愿意帮忙吗？”德国工业银行的官员问温特斯。温特斯与伦敦的同事和纽约的布莱克讨论了贷款的问题。他希望严肃对待这个请求，因为德国工业银行一直是不错的客户。然而，温特斯一直对SIV持怀疑态度，德国工业银行事件进一步强化了他的怀疑。因而，他巧妙地拒绝了德国工业银行的请求。

几天的时间中，德国工业银行的官员们一直急得团团转，努力寻找新的资金来源。最后，德国政府插手进来，强制要求几家国内银行

凑齐35亿欧元救助德国工业银行，从而挽救了德国工业银行的两个SIV。抵押贷款债券市场的交易员又一次如释重负。如果德国工业银行基金崩溃，他们将被迫进行资产的减价出售，结果肯定会压低CDO价格。德国政府的救援又一次避免了灾难的发生。

然而，正如贝尔斯登得到的救助一样，局势的变化似乎只是暂时的缓解。整个金融系统中，紧张情绪不断升级。商业票据市场以外的极少数投资者或银行家可以真正理解德国工业银行出现的问题。正是因为商业票据市场过去的缓慢发展和单一局面才使得它过去几年中一直没有受到记者和监管机构的关注。ABCP发生的买方拒绝出手的局势外界无人知晓。然而，关于德国工业银行的新闻还是表明有一些不正常的情况正在发生，即使德国工业银行之外几乎无人理解事情究竟是怎么回事。

股票投资者似乎没有特别警觉。7月20日，标准普尔500和重要的英国富时指数（FTSE）都创下了历史新高。然而，在债券领域，恐慌还在蔓延。7月末，ABX指数显示BBB级抵押贷款债券的价格下降到面值的45%，而AAA级也下降到面值的95%。相关模型曾确定地指出AAA级发生亏损的可能性非常之小，但是ABX指数现在的显示却并非如此，这让人非常警觉。公司信用衍生产品市场也发出了警告，8月初，投保风险性美国和欧洲债券的成本价格与7月初相比翻了一番。

8月初，德国工业银行的银行家再次致电温特斯，向他询问应该如何处理他们账簿上的抵押证券。“现在就卖掉你们的资产，能卖多少卖多少！”温特斯告诉他们。这是典型的交易员式的回答。多年的市场工作经验告诉他危机到来之时，首先出手的人得到的价格最高，而且要在强制销售浪潮出现之前下手。但是，德国工业银行的官员拒绝接受他的观点。对他们来讲，ABX指数指示的价格没有意义。他们不相信评级很高的抵押资产的价值会大大低于面值，至少不会长期如此。他们告诉温特斯他们将采取观望态度，等待市场恢复“正常”。

第十二章
一片恐慌

远在地球另一端的东京，日本央行高级官员中曾宏目睹了德国工业银行的事件后，有种似曾相识的感觉。中曾宏从未到访过德国工业银行，对SIV的原理也知之甚少。然而，他通过自己在东京的有利地位，看到了自己早在10年前就观察到的现象的离奇再现。当时是20世纪90年代，日本银行系统由于房地产泡沫破灭后的不良贷款而不堪重负，引发了一场危机。当时，许多美国官员指责日本经济的怪异，批评日本政府没有在事发初期及时解决困境。

中曾宏了解了德国工业银行发生的一切后，突然意识到当时日本的情况根本不是唯一的。德国政府在匆忙中扶持德国工业银行的救援措施与日本政府为了延缓日本的银行倒闭而采取的措施惊人的相似。投资者心理似乎也极其相似。中曾宏身处遥远的日本，却能感受到迷惘和恐慌的扩散，还有随之发生的奇怪的价格波动。投资者开始丧失信心。变化非常蹊跷，几乎没有一位美国和欧洲的中央银行家和监管机构曾亲历过这样的事情。但是，中曾宏对这一切有着深刻的理解。“我发现目前的情况与十多年前我们当时的金融危机初期的情况极其相似。”2007年8月2日，他对其他国家的一些朋友这样说，“或许我们应该准备迎接更多事情的发生……（未来几个月中）中央银行和金融机构的危机管理能力将得到真正的考验。”

中曾宏对当时欧美局势的评论得到其他身在日本的局外人的认同。然而，身在美国和欧洲的同行们听到这样的评论后，大部分人却表示不可全信。他们认为将日本的困境和西方金融界的麻烦相提并论

的说法，即使不是危言耸听，至少也是怪诞的。2007年，美国和欧洲的金融家理所当然地认为他们的金融系统在复杂性和有效性方面远远胜过日本。在华盛顿以及伦敦，还有一个压倒一切的假设是，次级贷款领域的任何亏损都不可能引发大规模金融动荡。2007年春天，美国财政部长亨利·保尔森告知国会次级贷款问题“似乎得到了控制”。美联储主席伯南克也不断重复强调着这样的言辞。“考虑到当前的基本要素是支持住房需求，我们相信广大的房产市场出现的次级贷款问题产生的影响是有限的。”5月，伯南克在芝加哥联邦储备银行的一次讲话中评论指出，“重要的是，我们没有发现次级贷款市场的问题严重影响到银行或储蓄机构，大部分陷入困境的放款机构都不是联邦存款保险的机构。”

7月初，贝尔斯登的基金崩溃后，伯南克略微改变了态度，“房贷欠缴率的上扬和丧失抵押品赎回权的现象的不断增加，会对许多房主和社区产生个人、经济和社会方面的压力——这些问题在开始好转之前可能还会恶化”。7月18日他在国会证实，指出次级贷款的损失可能“高达500亿美元到1 000亿美元”。然而他强调说，考虑到银行系统的庞大规模，出现的问题依然算不上什么。“似乎还远远不到与日本的危机相提并论的时候。需要记住的重要一点是，这些损失不仅仅在美国的银行发生，它们不同于日本的不良贷款，美国出现的损失是分散的。”就在伯南克在国会发言证实前不久，一位美国高级官员这样评论。抑或，如纽约联邦储备银行的一位资深人士比尔·达德利在夏初所言：“从历史情况来看，这只是一次修正，但不是什么巨变——短短数周内，一切麻烦都会过去。”

☆ ☆ ☆

然而，随着2007年夏天的结束，商业票据市场的恐慌一直在不断加深。夏天开始前，ABCP债券回报给投资者的利益通常高于美元隔夜借款利率5~10个基点。8月初，居然高出100个基点，使得SIV筹集资金

的成本异常高昂。许多SIV无法卖出债券，即使以高得离谱的利率也无法卖出。影子银行[注]的整个网络突然发现他们的生命线断了。就在同时，房产市场出现了明显的恶化趋势。

8月6日，次级抵押贷款放款公司美国住房抵押贷款投资公司（AHMI）申请破产，其抵押资产遭受巨大亏损，根本无法售出ABCP债券。“情况越来越糟糕了。”温特斯心想。估计仅SIV就持有近4 000亿美元的证券。事实上，只有1/3的相关证券被看做直接与抵押贷款相关。但是，如果SIV崩溃，就会引发资产的减价出售，这样贝尔斯登基金的崩溃就不算什么了。

远在伦敦，温特斯在J·P·摩根的前同事、凯恩资本的蒂姆·弗罗斯特也非常警觉——尽管更多的只是个人原因。到2007年，弗罗斯特已在凯恩资本工作了3年。3年中，凯恩资本的经营规模已大大扩展，员工超过100名，资产达220亿美元，产品包括24种CDO相关的结构化产品和对冲基金。公司也从最初狭小的办公室搬到了位于骑士桥的上流社区的豪华新总部，透过窗户可以俯瞰伦敦海德公园的迷人景致。公司办公格局采用通风开放式无隔断设计，墙上陈列着古怪而前卫的各式精选艺术品，包括衣衫褴褛的失业英国采矿者引人注目的肖像。“这是在警告我们利润不济的时候会有的情景！”凯恩的员工这样和客户开玩笑。情况并不是很坏：2005年、2006年乃至2007年初，凯恩在自己规模庞大的资本王国创造着稳定的利润，在投资者中间享有良好口碑。

但是，到8月初情况开始变坏。问题发生在凯恩早在2006年1月推出的名为凯恩高级基金的SIV上。凯恩一直以相对保守的方式经营着高级基金。不同于其他SIV经理，弗罗斯特和同事们在选择抵押贷款债券方面非常挑剔，他努力选择安全的资产，哪怕只能取得相对较低的回报。因此，该基金较其他SIV持有相对较多的AAA级资产，弗罗斯特认为这样可以保证基金的绝对安全。

但凯恩有阿喀琉斯之踵。凯恩的SIV——就像德国工业银行的工具——在商业票据市场筹集资金，没有固定的银行后援给予信贷限额。许多投资者认为在遇到危机的时候，巴克莱资本会鼎力帮助SIV，因为2006年初，英国银行在推出基金方面发挥了重要作用。然而，没有任何法律规定巴克莱必须提供帮助。与影子银行业的其他规则一样，那样的扶持只是基于一种信任。

2007年夏天之前，凯恩的经理们一直认为没有什么可担忧的。商业票据市场非常平静，因此凯恩认为筹集资金非常容易。具体资金筹集工作由另外一家叫做QSR的公司完成。“非常坦白地讲，我们从不为筹集资金的事情担心。”弗罗斯特的同事戴维·利特尔伍德后来这样解释，“除了商定QSR的每日筹资战略之外，几乎不需要什么维护工作。”然而，7月中旬，QSR告诉凯恩商业票据市场正在经历严冬。7月末，凯恩只能以100个基点的无风险借款利率的极高成本售出债券。

弗罗斯特和利特尔伍德一起与投资者热烈地讨论凯恩该怎么办。他们认为自己的基金远远胜过竞争对手的基金，但是投资者并不相信凯恩提供的支撑自己的全部数据。投资者们失去了任何判断辨识的能力。就像食物中毒恐慌期间惊慌失措的消费者在一夜之间停止购买任何香肠和汉堡一样，ABCP投资者听说一些危险的资产进入了证券化链条——而且他们不能准确知道形势恶化何时终止，所以就开始抵制所有的SIV债券。

凯恩的合作伙伴都非常震惊，讨论该怎么办。一些投资者愿意静观事态变化、耐心等待，安然度过他们认为只是短暂出现的风暴。那正是许多其他影子银行，还有德国工业银行的官员采取的态度。但是弗罗斯特——像他的前老板温特斯那样——有着交易员的本能直觉，这是多年来在J·P·摩根交易风险磨炼出来的能力。他认为凯恩需要快速行动，极力挽回不利局面，而不是简单祈祷市场会恢复。弗罗斯特的合作伙伴同意他的观点。

8月初，凯恩的高级管理层作好了充分准备，开始在骑士桥的办公室长期奋战，将最大的会议室作为“作战室”。窗外，游客悠闲地在海德公园漫步，手里捧着冰激凌，惬意地享受着夏日的阳光。而办公室内，凯恩的经理们发疯般地打着电话，费尽心机地研究怎么对付行将破坏的SIV。他们很难找到清晰的思路。在公司领域，处理破产有成熟的先例可供借鉴，同样也有关于处理银行破产的明确规定。毕竟，过去几十年中，监管机构和银行家都经历了许多银行的倒闭事件。

然而，SIV的问题是，此前还没有人考虑过如果出现崩溃的情况该怎么办。SIV一直处于不受监管的状态，不受任何监管规则的限制，而且不论凯恩自身还是整个系统，所有银行家、投资者和监管机构都没有可供借鉴的经验。“我们逐字阅读规则手册，努力研究该怎么做。”弗罗斯特在J·P·摩根的前同事这样坦白地指出，他当时经营着竞争对手的SIV。在伦敦、杜赛尔多夫、法兰克福和纽约，整个系统都在向着未知的领域前进。



2007年8月9日星期四上午，法兰克福的欧洲央行（ECB）在网站公布了简短的声明。大意是欧洲央行将以4%的利息向希望借款的银行提供任意额度的资金，以应对“欧元货币市场的紧张局势……尽管总体欧元流动资金供应正常”。

读到这段公告的记者和投资者都非常困惑。中央银行通常是通过拍卖等存在已久的方式暗中将资金注入金融市场，各银行通过竞标争取预先指定的资金数额。然而，欧洲央行现在公布的做法犹如紧急输血，似乎是察觉到了危机的到来。

两小时后，欧洲央行发现有49家欧洲银行提出要求——并取得——总计高达940亿欧元的现金，是正常放款额度的3倍。欧洲央行上一次大额向市场注入资金是在2001年纽约世贸中心遭遇袭击之后，但

是，现在显然没有那样的灾难震荡金融领域。那个早晨唯一特别的情况只是，一家法国大型银行——法国巴黎银行的资产管理部门宣布暂停3只与抵押债券相关的投资基金，因为“流动资金的完全蒸发”使得银行无法评估抵押资产的价值。然而，这样的事情远远没有欧洲央行过去面临的情况重大。

记者们团团围住欧洲央行的新闻组疯狂提问：“是什么促使欧洲央行行动的？”欧洲央行的员工努力应对。欧洲央行——与大部分欧洲大陆的金融机构一样——每年夏天都会安排公司官员享受几周的假期。8月9日，足智多谋的欧洲央行行长让－克劳德·特里谢正在法国北部的海滩度假，包括负责新闻组的官员在内的大部分高级官员也都在度假。

“这只是一次细微的调整。”一位不幸的初级新闻官受命一次次地重复着这句话。更具体地说，他补充道，欧洲央行注意到8月9日之前的几天中，国际银行市场的借款利率上升到4.7%，高出欧洲央行正式规定的4%的利率水平。然而，无论新闻官，还是欧洲央行的高级员工，都无法解释为什么借款利率会上升。

如果说欧洲央行的行动是为了平息市场的波动，那结果完全是事与愿违。8月9日之前，大部分投资者甚至都没有意识到银行的欧元借款利率在上涨。然而，欧洲央行的行动把借款利率上涨的新闻传播到了全球交易终端和电视屏幕。许多看到新闻的交易员和投资者都不知所措。许多欧洲银行的高级官员和投资集团也在度假。坚守在办公室的同事们不安地向在全球各地的度假胜地消遣的同事发送电子邮件。那些邮件的大意无一例外都是：“确实有一些因素惊扰着市场，但是我们不知道是什么！”

在大西洋的另一端，纽约联邦储备银行的官员们也非常吃惊。自从6月中旬贝尔斯登的基金崩溃以后，西方各大国的中央银行家就经常电话沟通，讨论信用领域的问题，互相交换信息。接下来的几周中，

美联储官员注意到信贷市场的局势日益紧张。美联储不断与欧洲央行、英国央行、日本央行、加拿大央行和瑞士央行（SNB）的官员讨论这些紧急情况。然而，美联储的官方论调是抵押贷款的问题已经得到“抑制”。美国政策制定者不希望采取任何紧急行动，因为他们担心结果会弊大于利。他们对欧洲央行的做法非常恼怒，特别是欧洲央行在推出干预措施之前没有通知美联储。

美联储官员讨论该如何响应。美国东部时间8月9日下午，欧洲央行的公告发布大约10小时后，美联储的计算机屏幕上显示的几乎每一项指标都预示着恐慌即将出现。黄金价格在上扬，同时上扬的还有美国国库券的价格，而风险性公司债券和抵押资产的价格却在下滑。投资者匆匆出手包含违约风险的全部产品，投奔最安全的资产。最不祥的征兆是国际银行市场上的美元借款利率也在上扬。这说明银行和其他金融机构不愿意借款给对方，也许是因为他们自己需要现金，抑或是因为他们不信任彼此，再或者两方面的原因兼有。

美联储官员不希望再引起任何恐慌，也不愿意承认对欧洲央行的不满。因此，他们努力坚持中间立场。欧洲央行行动之后的几个小时，纽约联邦储备银行拿出240亿美元作为每日基金，高于平常，但没有超过历史最高额度；第二天，数额上升到360亿美元，同时欧洲央行又注资610亿欧元。但是，美联储官员重复向记者们强调他们不认为局势非常紧张。所持论调——与往常一样——市场动荡只是短期风暴。

然而，英国央行的银行家却以更明确的方式表示不支持欧洲央行。欧洲央行也没有告知英格兰银行自己计划发放大笔资金，因而，就在当天下午，伦敦市场上一些大型欧洲银行即将倒闭的谣言传得沸沸扬扬。英国监管机构想努力搞清正在发生的情况，却发现非常困难，因为许多欧洲大陆的官僚都在度假。简单地说，他们是在考虑是否需要模仿欧洲央行，注入大笔资金到英镑系统。然而，英国央行的行长默文・金表示反对。回顾信贷繁荣的日子，2007年春天，他就不

断警告投资者和金融家需要准备信贷周期的未来逆转。现在情况确实发生了逆转，他拒绝同情不听从建议的人们。他认为，如果言过其实的创新开始崩溃，人们应该得到教训。“我们当然不会保护没有理智地进行贷款决策的人们。”就在欧洲央行行动的前一天，他对英国政治家们这样尖刻地说，而且是以一种校长对无知的小学生讲话的口吻。他觉得没有什么理由来援助银行家或投资者；无论如何，他都不认为CDO领域的问题会对整个金融系统产生巨大的影响。

☆ ☆ ☆

8月15日，又一次震荡袭来。美国最大的独立抵押贷款放款机构美国国家金融服务公司宣布次级贷款组合抵押品赎回权的取消和违约率都上升至2002年以来的最高水平，原因是住房贷款市场“空前崩溃”。该公司还指出其账簿上未售出的抵押贷款在不断增加，因为当时已无法说服投资者继续购买抵押贷款债券。美国国家金融服务公司的股票价格在几小时内下跌13%，连累了许多银行业的股票。

第二天，投资者稍微松了一口气。美国国家金融服务公司宣布已通过美国银行和J·P·摩根等银行筹集到110亿美元资金，用以填补出现的资金空缺。与德国的同行一样，最大的美国金融机构都意识到他们不能让一家机构倒下，因为风险会引起多米诺效应。接着，8月17日，美联储进一步采取措施平息市场，将所谓的贴现率（一种用于银行需要筹集资金的紧急贷款的特殊利率）下调50个基点，调整至5.75%。这次调整说明美联储愿意帮助银行——前提是银行确实需要扶持。资本市场出现了一点缓和，但是，在ABCP业务方面，投资者仍然不肯出手。

7月中旬，市场还有约1.2万亿美元的ABCP债券；8月中旬，缩减到不足1万亿美元，因为债券到期——而且投资者拒绝购买新型、重新组合的债券。抵押贷款市场的业务也在萎缩，年初每月售出约800亿美元

的债券，而8月份几乎没有售出任何债券。系统中的流动资金以惊人的速度枯竭。

随着紧张局势的蔓延，许多银行的资深经理们都命令各部门停止向具有风险的交易方提供贷款。正如飓风袭来之时，各家各户纷纷大量储藏甜豆和瓶装水一样，银行此时正在大量储藏现金。然而，银行越是大量储藏现金，国际银行市场上的借款利率就越高，结果就会引起越来越多的恐慌。投资者越是拒绝购买ABCP债券，依赖ABCP资金的公司方面因为担心发生崩溃，也就更多地避开此类投资。“（现在）主要的担忧就是担忧本身，”花旗的分析师马特·金在8月16日发表的一份研究报告中指出，“当然，ABCP买方根本不必如此害怕——资产本身总的来说还是合理的，大部分银行的资本运营状况良好。但是系统中存在的恐慌范围越大，潜在的问题就越大。”

8月末，来自欧洲和美国的经济学家和中央银行家聚集在怀俄明州杰克逊酒店召开年会。那时候，商业票据市场的恐慌已出现在新闻当中。然而，经济学家和政策制定者在可能的应对措施上却有着严重的分歧。尽管美联储已经下调贴现率，相关的官员因为担心通货膨胀，还是没有积极开始下调主要联邦基金利率。许多经济学家也反对解救投资者于水深火热之中，认为是他们自己犯下了愚蠢的错误。“大部分投资者投资了杠杆式高风险资产，”国际货币基金组织前首席经济学家迈克尔·穆萨尖刻地说，“他们咎由自取，必须承担巨额损失，他们的债权人也必须承担巨额损失。就我所知，正确的政策反应就是留个好胃口！”许多经济学家和政策制定者也表现出一副相信抵押贷款市场的动荡会很快自行平息的样子。“我们现在所看到的是对预期损失的完全过激反应。”德国央行行长阿克塞尔·韦伯坚持说。他建议说，对许多机构来讲，最明智的战略就是在等待中“安然度过动荡时期”。

然而，大型美国债券投资机构太平洋投资管理公司（PIMCO）的负责人员非常担忧。他们本身不经营SIV，但是他们敏锐地认识到整个系统中的相互联系在开始瓦解。“现在真正的问题是商业票据筹资构筑的、规模达1.3万亿美元的影子银行系统的运营，”太平洋投资管理公司的一位高管保罗·麦卡利在杰克逊酒店的会议室发言指出，“未来几个月中需要解决的重大问题是必须将影子银行系统呈现在真实银行系统的资产负债表中。”“真实”银行必须解救他们的影子产物，面对一系列严重的崩溃连锁反应。德国工业银行的模式会多次重现，这确实非常可怕。理论上，大型银行应该有丰厚的担保金，但监管机构在规定那些担保金的数额时，从来没有想到过规模达1.3万亿美元的影子银行系统。“令人震惊的是几乎没有几位政策制定者知道ABCP（资产担保商业票据）和CDO（担保债务凭证）的运作。”会议结束的那天，拉萨尔银行的首席经济学家卡尔·坦嫩鲍姆失望地表示。



8月末，蒂姆·弗罗斯特和凯恩资本的管理层已经疲惫不堪。在炎热的夏日阳光的炙烤之下，海德公园的青青碧草早已呈现出一片焦黄色。在凯恩的办公室中，压力依然让人窒息。几周来，弗罗斯特和其他经理们都在说服巴克莱和其他银行提供贷款以填充他们的资金空缺，但是巴克莱拒绝了。巴克莱所担忧的是抵押贷款市场的动荡会影响到银行自身的CDO投资组合，当时银行正忙着与苏格兰皇家银行开展一场声势浩大但又不合时宜的投标战争，争取并购荷兰集团旗下的荷兰银行。银行不希望自己卷入任何新的信贷风险当中。

凯恩拒绝说“不”。他们问巴克莱银行，如果通过弗罗斯特钟爱的信用衍生产品可以消除贷款的任何信贷风险呢？巴克莱表示那样的话，愿意提供贷款。因此，弗罗斯特和同事们不断打电话，努力寻找愿意通过信用衍生产品担保凯恩SIV资产的买家。许多银行都非常警惕这个观点，因为他们与巴克莱银行一样，都在作着迎接困难的准备。

然而，伦敦雷曼兄弟办公室中从事信用衍生产品交易的银行家还是比其他同行要乐观一点，他们同意组织一个联合财团对凯恩的SIV资产完成必要的CDS合约，保护其不受违约风险的困扰。

接着，弗罗斯特继续打电话，努力说服凯恩的SIV投资者支持这个观点，并且愿意接受保险费的上涨。这项工作并不轻松。投资者名单中不只是欧洲银行和美国资产经理，还有大量的亚洲银行，其中的一些不愿意支付保险费用。“难道我们不能等待这一切动荡过去吗？”有人问。和德国工业银行的银行家一样，他们依然认为抵押贷款市场的困境只是暂时的。弗罗斯特非常坚决：凯恩必须重组SIV。管理SIV的章程规定，如果SIV的资金水平下降到一定界限，就需要卖出资产，而那一刻正在逼近。

最后，终于在8月31日达成一项交易：巴克莱宣布以贷款方式“提供高级融资”，交换条件是贷款“全部用做对冲”。弗罗斯特欢欣鼓舞。又一次，衍生产品的魔力似乎解决了问题，将希望避开风险的人们与希望投注风险的人们连接在一起。他认为这次完成的凯恩交易与他在J·P·摩根时代曾经完成的交易一样具有创新性和突破性；对他来讲，这是真正的金融创新发挥作用的最好例子。危机似乎是避免了，至少在凯恩是这样，但是不祥的征兆很快说明这只是开头而已。

---

1. 影子银行，又称为影子金融体系或影子银行系统（Shadow Banking System），是指房地产贷款被加工成有价证券，交易到资本市场，房地产业传统上由银行系统承担的融资功能逐渐被投资所替代，属于银行的证券化活动。——编者注

第十三章
银行运转

华盛顿，8月31日上午——蒂姆·弗罗斯特完成拯救凯恩基金的计划几小时后——总统乔治·W·布什来到白宫玫瑰园会见记者们。他的一旁是美国财政部显要人物亨利·保尔森。整个夏天，布什一直有意回避美国问题重重的次级贷款市场不断升级的争论。但是，8月末，防止问题蔓延的官方阵线越来越难以维持。在金融系统的一端，严重影响凯恩的融资危机逐步扩散到持有次级贷款资产的许多机构。在另一端，“真正”世界中，抵押贷款的情况越来越糟糕。全国房地产经纪人协会最后不再持乐观态度，承认美国房产价格将出现20世纪30年代大萧条以来的首次下滑。

在次级贷款领域，气氛更令人沮丧。2007年初，次级贷款的违约率一直在13%左右；到9月份达到16%，而且一直在上升。尤其伤脑筋的是很难预见违约率会达到多高。以前抵押贷款领域也出现过违约周期，通常是经济衰退或利率的急剧上升所致。然而，这次周期完全与经济学家的预期不同。

经济没有出现整体衰退，失业率也不高，但许多贷款的利率却在急剧上升，可调利率抵押贷款平均利率从2005年末的3.5%上升到2007年秋的5%。因此，住房违约的数目大得惊人。经济学家在深入分析相关数据时，指出许多家庭过度贷款是问题的根源。既然出现了房价下跌，人们就无心再保留他们的房子。显然，房价是违约出现的关键所在，但没有人能够确知房价还会下跌多少，还会引发多少违约。“房产市场和抵押贷款市场目前出现的情况没有具体模式可供参考。”纽

约投资研究公司格雷厄姆－费希尔公司的董事总经理乔希·罗斯纳指出。

这种情况让布什和保尔森进退维谷。他们当然不愿意看到数以百万计的选举人无家可归，同样也不愿意看到金融危机的扩散。然而，布什来自支持自由市场理念的共和党，该党通过联邦干预阻止悍然无视规则的所谓创新破坏。因此，当布什站在8月的阳光照耀下的玫瑰园时，努力转向了中间路线。“拥有住房一直是美国梦的核心，”他以一贯淳朴友好的风格说，“但是市场处于转型时期，在参与者重新评估和定价风险之时，出现特殊压力的一个方面是抵押贷款市场，尤其是其中叫做次级贷款的部分。”布什继续道，“随着新型借贷产品向更多民众信用的开放，这个市场近年来完成了巨大的创新工作。在极大程度上，这是积极的发展……但是借贷方面还是出现了一些过度发展。最糟糕的一项发展是可调利率抵押贷款利率水平的上升，可调利率抵押贷款开始的利率非常低，后来，几年之后就重新返回到较高的水平。这就导致许多家庭过度乐观地估计了房产市场的未来发展，进行超出家庭承受能力的大额贷款。还有的民众可能对贷款的条款并不清楚，或被不负责任的放款机构误导。”

布什继续介绍了一些援助的温和措施，包括承诺联邦住房协会提供一些抵押担保，前提是借贷领域同意修改违约住房的期限。该理念是在可能的情况下让陷入违约困境的家庭依然居住在他们的房子中，但不是直接帮助他们偿还贷款。这无非只是进行帮助的一个象征性展示。经济学家计算指出这样的措施——至多——可以帮助即将面临违约的200万户家庭中的60万户。无论如何，布什显然不愿意再做更多。“我们有责任，政府有责任，但是责任是有限的，”他指出，“政府没有责任救助投机商或者知道自己肯定还不起贷款却决定出手买房的民众……美国的整体经济依然强大无比，足以应对任何动荡。”此时，布什顿了一下。接着，一位记者大声叫道：“先生，那在次级贷

款市场过度扩张的对冲基金和银行怎么样呢？那是更大的问题！您有计划吗？”

布什含糊地眨了眨眼睛，说：“谢谢你！”说罢，他和保尔森转身离去。



布什在玫瑰园讲话后的几天中，金融市场开始活跃起来。股票市场跌后回升，信贷市场的情况也有所好转，购买公司和抵押债券违约保险的成本有所下降。凯恩资本内部，一些经理开始焦虑不安，认为他们在重组SIV的交易中多付了雷曼兄弟公司CDS保险费。一些竞争对手的SIV经理都悄无声息地放弃了类似的重组计划。整个行业，银行家都在作毫无成功希望的努力，期待商业票据市场不久重新开张，事实证明那个8月的动荡只是一场短暂的风暴。

然而，缓和局势连两周都没有维持到。9月13日，晚上8点30分，又高又瘦的BBC商业编辑罗伯特·佩斯特出现在英国传媒集团的新闻频道中。在此之前，BBC对商业交易的报道只限于粗略报道。然而，在那个晚上，佩斯特报道了激动人心的新闻。他以带着鼻音的紧张语调宣布第五大英国放款机构北岩银行向英格兰银行寻求紧急救助。“尽管该银行依然处于赢利状态，”佩斯特指出，“但是，北岩银行必须委曲求全向英格兰银行寻求资助的事实，传递的明确信号就是金融市场的危机已经泛滥到我们生活的许多方面。”

那是一段咒语般的、令人震惊的讲话，几秒钟后，这段讲话的内容就闪现在全球各地的交易终端。夏天的时候，大部分投资者都认为次级抵押贷款市场的问题只会波及影子银行系统和一些专业的抵押贷款放款机构，如美国国家金融服务公司。北岩银行的情况让人们以全新的视角认识了危机。北岩银行是一家大型的受监管银行，位于纽卡斯尔北部城镇，距离伦敦高风险金融策划中心及佛罗里达和加利福尼

亚的房产市场几百英里。当地都称其为“岩石”，该银行面向所有英国家庭提供贷款，持有英国几百万消费者的储蓄存款，向来被看做是安全的机构。或者说在佩斯特的新闻报道之前一直被看做是安全的。

BBC的新闻公布的几分钟内，消费者就开始登录到北岩银行的网站，收回现金。网站随之发生崩溃，引发大片恐慌。第二天一早，北岩银行的储户纷纷拥到银行的各分行，结果，全球各地的计算机、电视屏幕、黑莓手机和移动电话上都播放出这样一幅画面：受到惊吓的储户在银行排着长队。当天上午，银行全面运转。此前从来没有如此多深受惊吓的消费者和投资者亲历过银行的实时、全面运转。技术在加速恐慌的扩散。

导致北岩银行形势逆转的另一个因素是曾经困扰德国工业银行和凯恩的困境。在世纪之交，银行开始出乎意料地支持证券化业务，将大量的抵押贷款债券销售给全球各地的投资者以筹集资金。到2007年，只有不到1/4的北岩银行资金来自零售存款，其余都是通过证券化业务筹集的。

由于银行通过资产负债表外的工具将抵押贷款证券化，因而无须留存大量的贷款储备资金，与证券化之前相比，每笔资金可以增加3倍的抵押贷款债券。到2007年，北岩银行在英国抵押贷款市场所占的份额增加两倍，占所有抵押贷款业务的18.9%，而且还在努力发展更多。那年年初，北岩银行在网站愉快地向消费者指出：“如果您的钱包节日期间要大出血，那么北岩银行的新型贷款就是助您消费的最佳办法。”然而，当货币市场在2007年8月出现问题后，北岩银行发现自己的主要资金来源已经冻结。

几天的时间里，负责人员都在苦苦寻找可以并购北岩银行的大型英国银行或者愿意共同出资提供贷款的银行。一家大型放款机构劳埃德TSB集团似乎有意接受交易。然而，该集团还是拒绝作出承诺，除非英格兰银行向集团提供贷款，而英格兰银行行长默文·金不愿意提供

贷款。金担心提供帮助违反银行关于危机中该做什么——或不该做什么——的法律规定。

几天来，英国银行权威机构一直在想办法拯救北岩银行。9月17日，星期一下午，佩斯特的新闻报道之后整整四天，英国政府终于插手进来停止了银行的运转。政府担保所有余下的北岩银行的存款，银行提供充足的贷款保证放款机构运营，而且在必要时向其他银行提供同样的帮助。正如佩斯特在第一次的BBC新闻简报中所指出的，北岩银行的命运表明次级贷款的危机产生的影响正在无情地进入“真实的”银行系统。而由此引发的一个令人困惑的问题是：危机产生的震荡还会深入到什么程度呢？



北岩银行事件过后几天，纽约摩根大通办公室的高级官员们接到来自华盛顿美国财政部的一个让人吃惊的电话，他们被邀请参加一个讨论影子银行的志愿会议。“我们负责咖啡费用！”财政部官员愉快地说，言外之意是说尽管是财政部组织会议，但不会对银行发号施令；找到问题的解决方案是财政部的分内之事。

J·P·摩根高级官员、证券化业务专家约翰·科迪韦斯参加了会议，会议在财政部的大型豪华会议室举行。美国银行、雷曼兄弟、花旗集团、贝尔斯登、美林和高盛都派代表参加了会议。科迪韦斯本以为所有银行只是一起进行一次初步的讨论，在财政部官员所说的“咖啡时间”碰个面而已。然而，花旗集团的代表带来了长达15页的PPT演示内容，主要意思是说希望所有大型银行联手推出整合工具，在政府默示支持下全部买进影子银行的资产。

这项提议标志着危机中的又一次重要转变。此前，美国联邦政府坚持不直接卷入援救SIV或任何其他影子工具的工作。传统表明只有金融系统中规模庞大的机构以及业务对整体经济至关重要的机构从来不

会遭遇倒闭，其余机构不受任何国家支持的安全网的保护。影子银行陷入了第二阵营，即财政部——更不用说美联储——没有任何权力干预。用银行业的行话来讲就是这些机构没有任何正式的“最后可依赖的放款机构”。

然而，随着危机的进一步扩散，越来越明确的是影子银行与“真实”银行密切相关，崩溃可能会破坏系统中政府控制的部分。花旗自身就推出了7家影子银行，到2007年持有的资产几近1 000亿美元。SIV还与美国3万亿美元的巨额货币市场基金密切相关。大部分普通美国民众认为货币市场基金与银行存款一样安全。这些基金这样进行自我营销：没有基金是在“砸钱”，或者说会丧失本钱。然而，这些货币市场基金现在持有大量SIV发行的债券，不受任何联邦安全保险的保障。因而可能会产生连锁反应：如果SIV崩溃，恐慌扩散开来，货币市场基金就会遭遇损失，消费者会突然发现他们进行的超级安全投资根本不是安全的。

花旗希望避免恐慌，努力说服美国的银行全体行动起来防止大范围的SIV崩溃。基本来讲，花旗的理念是银行购买SIV持有的部分资产，组合到一个新的巨额SIV，或者被人们戏称做超级基金的东西。该计划建议组合形成的超级基金通过售出银行支持的新型商业票据进行融资。花旗认为这样会使投资者更愿意购买，因为人们理所当然地认为大型银行还是可信任的。花旗还推理认为如果SIV资产作为超级基金持续一段时间，摆脱减价出售的威胁，那么抵押贷款证券的价格就会停止下滑。

科迪韦斯返回纽约，向同事汇报了这项计划。J·P·摩根应该加入吗？在伦敦，温特斯的反应是立即否决。他非常理解花旗为什么希望创建共同基金。“但是，J·P·摩根为什么要参与呢？”温特斯反问。他这样推理，毕竟没有哪个机构强迫花旗创建那么多影子银行，那是花旗自己的选择，而J·P·摩根自己的选择显然与花旗不同。他

不明白J·P·摩根为什么应该解救一个竞争对手，购置超级基金置自身于新的风险当中。他还非常不快地意识到如果J·P·摩根向超级基金提供最后担保的信贷限额，则会面临更多新的亏损。J·P·摩根的负责人员适时向财政部报告说他们不参与这次行动。

然而，财政部并没有放弃。“我们真的希望你们能够参与！”J·P·摩根收到这样的回复。温特斯继续反对。他问，如果花旗确实非常需要这项方案，那为什么花旗自身不解决这一切呢？为什么要依靠一家本身没有影子银行的银行呢？美国政府负责人员指出这正是原因所在：财政部希望J·P·摩根协助引领这项方案，正是因为J·P·摩根的清白。美国财政部副部长罗伯特·斯蒂尔致电J·P·摩根的高级官员指出这一点。斯蒂尔说金融系统就像感染了银行业的“疯牛病”，现在产生了太多的消费者担忧，因而需要大家共同努力。后来，亨利·保尔森直接与杰米·戴蒙沟通，要求他入伙参与。“我们被点名了！”科迪韦斯沮丧地跟同事们这样开玩笑。

在伦敦，温特斯意识到自己在打一场根本不可能会赢的仗。戴蒙是一位精明的领导，他可以明察华盛顿的政治风向。“我们需要做正确的事情！这是一次做优秀公民的选择。”戴蒙这样宣称。最后，J·P·摩根告诉财政部他们愿意参与。温特斯决定起码得避免银行陷入风险，他坚持指出只有J·P·摩根能够控制具体方案的设计，才会向超级基金提供信贷限额。J·P·摩根的银行家并不完全相信花旗的金融家们，而正是他们制订了初步计划。花旗方面的领导是一位重组方面的普通专家，不是CDO业务专家，他此前的工作是重组伊拉克债务。

经过几天的协商，花旗和J·P·摩根于10月14日发布了联合新闻，宣布推出主要流动资金强化工具（MLEC），即超级基金的专业术语。美国银行也在新闻中采用了这个名称；该基金没有大量涉足结构化信贷领域，但是货币市场基金网络与SIV的崩溃密切相关。财政部官

员最后决定增加第三方银行参与，这样就会让人们觉得是一次整个行业范围内的计划方案，而美国银行正是不错的第三方银行。

保尔森和斯蒂尔宣布支持这项计划，强烈否认这是任何形式的“救助”。“我不知道怎么会有人认为这是一种救助，”斯蒂尔不耐烦地回答记者的提问说，“我们不使用联邦资金，不利用联邦政府，我们就是召集同行群策群力，现在市场参与者还没有开发出成功的战略……我们召集大家不是有什么图谋，而是为了想办法解决问题。我认为重要的区别就在于此。”无论政府是否正式组织这次计划，许多交易还是依赖于政府的。“我们确实没有太多时间来明确界定这些事情。”斯蒂尔说。



如果说还缺乏当时需要的任何根据，评级机构则可以提供这一切。10月11日，就在花旗和J·P·摩根仔细琢磨推出流动资金强化工具之时，穆迪信用评级机构下调了价值320亿美元的抵押债券的评级。那些债券多数都是2006年发布的，以前一直是A或BB级中级风险。评级机构还发出警告称，将下调200亿美元的AAA级抵押贷款债券的评级，以及组成那些债券的CDO的评级。总体来看，评级下调将影响高达500亿美元的证券。

这让投资者非常担忧。更糟糕的是，穆迪似乎不确定具体的下调幅度。“美国房产（和）抵押贷款市场的业绩表现不佳，不良影响发生的速度和范围远远超过评级机构或市场的其他参与者。”穆迪首席执行官雷蒙德·麦克丹尼尔10月12日对《金融时报》这样讲，“我们一直在调整标准，以保证我们的授信原则更为严格，但是变化不断发生……美国房产市场恶化的速度和规模总是让人应接不暇。”这是对次级贷款市场不符合预期模式的委婉说法。“2005年和2006年”的借款机构与此前申请抵押贷款的家庭相比，其违约速度在飞速上涨。即使在抵押贷款放款机构情况也出现了变化。到2007年9月，加利福尼亚

一家抵押贷款放款机构Fremont于2005年末发放的次级抵押贷款出现了超过30%的违约。在美国国家金融服务公司和富国银行，同年的违约率“只有”15%。

违约非常恶劣的一面是，当次级贷款的借方因住房违约而搬走的时候，通常会把房子搞得一团糟，放款机构很难找到收回房产的价值所在。直到2007年秋天，穆迪依然按照过去的住房周期认为，放款机构在房产出现违约的情况下可以收回70%的贷款。2007年10月，穆迪将这一比例下调至40%。

更让人困惑的是，到2007年秋天，在美国的一些社区中，反馈出来的信息似乎完全脱离了评级机构的模式。随着房价的下跌，违约上升越来越多，以致整个社区都受到影响，从而导致房价进一步下滑，引发更多违约。这一恶性循环在公司违约领域从未出现过，普遍适用于银行和评级机构的风险评估系统核心的“贝尔曲线”逻辑也无法解释这一恶性循环现象。

预测违约率非常困难，估计出违约对链条另一端的CDO的影响则更加困难。CDO分级背后的基本理念是当抵押贷款借款人偿还贷款时，那些现金将进入到不同级别的CDO，就像河水倾泻而下，流入叠放的桶中那样。“高级”CDO首先得到还款，当那些债券持有人的债券到期后，资金就进入中级CDO，以此类推，一直到初级CDO。如果抵押贷款人还款中断，出现部分资金断流，就不会有充足的资金进入最下面的“桶”中。但是，只要水一直在流着，高级债券持有人就是安全的。

然而，在现实中很难确知现金流如何变化以及何时发生变化，会怎样影响到瀑布下面的那些桶。另一方面，存在一个时滞问题。住房发生违约的时候，拖欠可以持续几个月的时间，现金流量极其不稳定。当损失达到一定的预设水平后，CDO受托人才开始宣布出现“违约事件”，向债券持有人偿还资产。但是这个过程也需要几个月的时间。而不同的CDO相关的“瀑布”原理在资产的分配数量和时间上都有

着微妙的不同。更糟糕的是以其他债务凭证为担保的债务凭证（CDO of CDOs）中现金流动方式更为复杂。

J·P·摩根团队在推出BISTRO的时候，将清晰划分的不同公司的贷款进行了明确的打包组合，目的是尽可能地限制出现大规模违约。在安排抵押贷款CDO时，银行家努力进行同样的划分，将美国不同地区的贷款进行综合划分。通常是这样假设的，即使一个地区遭受房价下跌，房产市场也不会出现全国范围内的崩溃。但是，到2007年秋天，这一划分理论已经明显不适合次级抵押贷款市场。违约大范围增长。

管理着2005年到2006年期间特别流行的一种CDO，即“Mezzanine CDO of ABS”（与资产担保证券挂钩的中级担保债务凭证）的人们特别苦恼的是现金流量的问题。这些CDO中只有中级债券，即评级为BBB的债券。银行家喜欢声称这些结构中依然存在高度的多元化，因为中级债券与大量的不同房产贷款相关。然而，在实践中，由于这些债券都是中级债券，因而都会立即遭遇违约损失的打击。任何“多元化”都是幻想。

由于所有这些因素，评级机构都认为必须继续下调评级。穆迪下调评级几天之后，标准普尔开始审查590种CDO的级别，也准备进行下调，还下调了37亿美元CDO的评级。接着，三大评级机构中最小的惠誉国际公司预先通知其可能下调370亿美元的CDO评级。最恐怖的是，评级机构指出这些审查只是不会影响到初级CDO债务的级别。高级AAA，即传说中安全的AAA级CDO债务也可能面临级别下调。“尽管CLO（公司贷款CDO）不太可能出现全部贷款违约的情况，但是CDO of ABS（与资产担保证券挂钩的担保债务凭证）中的证券化的附加产品……可能会导致孤注一掷的情景。”花旗的分析师马特·金在一份研究中指出，“正是这种孤注一掷导致了CDO of ABS评级的下调，特别是许多高级债券的下调。”

这条新闻让所有投资者都震惊了。毕竟，整个信用结构的搭建是假设AAA级债券最为安全，AA级也几乎是完全可信赖的。信任支柱瓦解了，人们似乎不可能确知下调评级将对特定CDO的价值产生怎样的影响。到2007年秋天，相关交易依然没有大范围进行，部分原因是银行家和政策制定者在过去几个月中一直在通过紧张的努力防止CDO资产的公开减价出售。但是，ABX指数的动态显而易见，10月中旬，该指数中的BBB级债券价值下跌到面值的30%，而年初高达95%。最糟糕的是，ABX中的AAA级债券的交易也只是面值的90%，而AA级则降到了80%。对一位临时观察员来讲，这样的下降或许算不上严重。然而，银行家和投资者一直都认为AAA级或AA级资产的价格从来不会下跌。他们对此类价格下跌引发的损失没有任何准备。



11月4日，比尔·德姆查克参加了强大的花旗集团召集的电话会议。刚刚过去的秋天，德姆查克一直在匹兹堡的PNC银行跟踪警戒不断升级的CDO领域发生的事件。早在2006年，他率领的PNC团队就颇有胆识地决定开始削减银行的信贷风险，德姆查克大量缩减银行的风险，因为他估算到公司贷款市场有些危险。他认为信贷泡沫“爆裂”之时，公司贷款市场会首先遭受打击。2007年秋天，德姆查克的预言被证实只对了一半。公司贷款市场确实发生了恶化，因为投资者不愿意购买风险型公司贷款组成的CDO。PNC银行的账簿上出现了4 000亿美元未售出的公司贷款，严重影响了证券化业务的运营。更糟糕的是，那些贷款的价格出现急剧下跌（即风险型公司的借款成本上涨了，因为这两个价格是按照相反方向发展的）。

德姆查克作出了同样的预期。但是到2007年11月，他发现依然潜藏着其他问题。10月中旬，花旗集团发现其当年第二季度的净收入从62亿美元下降到21亿美元。报告指出下降原因是被迫减记57亿美元的公司资产和抵押资产的价值。这一数额看似巨大，但许多分析师没有

被吓到。花旗有厚厚的贷款登记簿，而且其他银行也公开了同样的亏损。然而，11月4日，花旗突然提出可能会有80亿美元到110亿美元的巨额亏损。同样令人震惊的消息是花旗首席执行官查克·普林斯宣布辞职。分析师都非常困惑。花旗一直被看做是信贷风险评估方面的专家。银行怎么会如此严重地错误判断了亏损呢？而且为什么依然对损失总额如此不确定呢？

德姆查克参加电话会议就是急切地想要知道这些问题的答案。“问题出在超级债券上。”一位高级管理人员解释说。他补充道，花旗银行的账簿上保留着高达430亿美元的抵押债务CDO相关的超级风险。花旗事先认为那些资产的价值可以保值，但是现在确实下降了。

超级债券？德姆查克简直不能相信自己的耳朵。瓦里库特、德姆查克和团队中的其他同事几乎是在整整10年前推出这个术语的。那时候，这个词还有点像怪异的圈子笑话；一个极其古怪而又让人费解的概念，只有少数几位业内专家理解其真正的意义。

现在，花旗的高级管理人员居然在几百位主流投资者、分析师和金融家参与的电话会议中抛出了超级债券这个词。德姆查克不知道自己该高兴，该感到悲哀，还是该惊讶地摇摇头。在其他场合，他或许会非常自豪，他的团队曾初步提出的理念突然间出现在了聚光灯下。然而，实际上，他非常担心。花旗讲述的事情表明超级债券是造成许多预料之外的亏损的祸根。

“事情是怎么发生的呢？”德姆查克想知道。回顾他在J·P·摩根追逐信用衍生产品之梦的岁月，他的团队认为超级债券是最安全的，“胜过AAA级债券”。尽管德姆查克本人都曾竭尽全力向美国国际集团和其他保险公司销售J·P·摩根的超级风险，但他从来没有想到过超级债务的风险会超过普通风险级别。他也没有想到花旗会在自己的资产负债表上留存那么多的超级债务资金。花旗此前从来没有在电话会议中讨论过这个问题，也没有在此前的公司报告中有所提及。

“事情是怎么发生的呢？”德姆查克一次次地反问自己。随着会议的进行，他清楚地意识到花旗的经理们几乎和他一样困惑。

☆ ☆ ☆

花旗那天公布的枯燥的专业报表说明情况非常糟糕，那份报表后来被递交到了美国证券交易委员会。报告指出花旗账簿上有550亿美元是次级贷款市场份额，其中430亿美元是与资产担保证券挂钩的担保债务凭证（CDO of ABS）方面的超级风险。那是惊人的巨额数字，更加惊人的是花旗此前公布的报告中从来没有提及过这些。430亿美元中有180亿美元是花旗体现在资产负债表中的投资级别债券和与资产担保证券挂钩的中级担保债务凭证（Mezzanine CDO of ABS），也许是因为当时正在推出CDO业务，也许是因为2006年到2007年花旗启动了CDO业务，只能把资金归入其中。

花旗在商业票据市场中的爆发也是巨大的。银行总资本中的另外250亿美元是“主要由高级ABS CDO中的超级债券保障的商业票据”，花旗这样说明。早在2005年和2006年，CDO业务繁荣的时候，花旗就将大量的超级债务销售到SIV和一些中转机构。为了激励买方，银行经常提供一些“甜头”，美其名曰“流动性卖权”，保证在影子银行面临融资困难的时候，花旗要么撤回超级债务，要么提供融资。2007年夏天之前，花旗没有人期待真正实施那些流动性卖权，但是7月份，货币市场危机爆发后，SIV和中转机构适时将超级风险转移到了花旗。结果，花旗的超级债券仅仅几周的时间就超过了原来的两倍。

10月中旬，评级机构下调了CDO评级，而且ABX指数价格出现下滑，花旗的管理层面临着重新评估CDO价值的压力，导致一系列账面价值的减记。

大部分花旗的管理层，在目睹了盈亏一览结算行后极为震惊。在最后公布的那天，杰米·戴蒙碰到了一位身居花旗高层管理的前同

事。“到底是怎么回事？”戴蒙尽量以温和的口吻问道。“我们自己都不能完全确定。”那位同事这样回答。戴蒙没有理由怀疑他的答复。2007年，花旗是独立的大型商业帝国，内部一直处于非常分裂的状态，长期不和，很少进行内部沟通。因此，CDO部门之外几乎没有哪位银行家知晓证券化的详情，更不用说流动性卖权的存在了。“或许银行的许多人事先是真正了解这一切的——我想会有更多。”一位高级花旗经理后来这样愤怒地回忆。

投资者也非常震惊。7月的时候，花旗依然表现极佳，赢利突破纪录，持有丰厚的担保金。现在超级债券这颗小行星砸向了担保金，花旗表现得非常困惑。

更让人担忧的是，并不只是花旗面临这样的困境。10月初，美林公布了55亿美元的信贷资产减记。这一次又是分析师们最初觉得不必过度担忧的结果。但是，10月末，美林预计减记额度会达到84亿美元，这一数额足以迫使美林兢兢业业的首席执行官斯坦利·奥尼尔也选择辞职。不同于花旗，美林的问题不是源自SIV相关的流动性卖权。美林的超级困境大部分源自美林决定留存在自己的资产负债表中的CDO债券。美林认为超级债券完全可以不受任何损失，因为公司选择了单一险种保险作为保障。但是，随着抵押贷款市场的情况恶化，单一险种保险变得非常不稳定。正如比尔·德姆查克在10年前所预料的那样，单一险种“保险”开始变得荒诞不经。这正是美林在审计压力之下大力下调超级资产价值的一个原因。

瑞银集团的损失更是让人震惊。10月初，银行公布注销近34亿美元的抵押贷款损失。投资者非常吃惊，但也对银行有勇气和盘托出表示赞赏。然而，10月末，集团向分析师表示不久会重新将损失数额修正到更大数目。12月，UBS又公布了一笔100亿美元的减记。与美林公司和花旗集团一样，祸根也是超级CDO。2005年初，瑞士银行公司的账

簿上几乎没有一笔超级CDO债券。然而，2007年初，瑞银集团快速发展CDO业务，导致其持有500亿美元的超级债券。

11月末，银行业全面陷入危机。银行的股票价格以惊人的速度下跌。仅6月份，华尔街许多大型银行的市值亏损就超过2 400亿美元。购买违约保障的成本急剧上升。更糟糕的是，银行间似乎不再互相信任。国际银行市场的借款成本也在上涨。各银行对新的冲击的潜在影响非常谨慎，要么拒绝互相之间的借款，要么大量留存现金，惶惶不可终日。

一些银行的高层管理者非常震惊，都在努力扭转不利局面。他们私下向监管机构提出将“逐日盯市”的会计规则暂停一段时间。他们认为强制银行记录数十亿美元的资产减记非常荒唐。现实中只有极少的证据可以说明超级资产确实受到了破坏。尽管金融链的一端出现了抵押贷款违约率上升的现象，但是大部分CDO依然没有出现正式的违约事件，许多持有高级CDO债券的投资者依然可以定期取得收益。只要CDO的价值出现缩水，那些亏损就在理论上存在。“这正是‘逐日盯市’的会计规则引出的问题！如果我们坚持这些规则，银行就会无端受到破坏。”受超级债券亏损严重影响的一家银行的一位高层管理者这样抱怨。

然而，监管机构表示完全不会废弃“逐日盯市”的规则。他们担心在银行业处于混乱的时候更改会计规则会让投资者更加紧张，而且西方的银行家和监管机构在几年前就满怀热情地捍卫“透明”理念。银行的审计人员更不愿意这样做。仅仅在几年前，审计工作刚刚经受了一次严重打击，资深的会计师事务所安达信会计师事务所由于在安然公司的审计工作中玩忽职守而遭到起诉，结果导致停业。审计人员现在坚决不会让自己再陷入同样的风险中。“我们都看到了安然事件的结果……会计人员确实被吓坏了。”10月份一位苦闷的资深会计这样解释，“情况良好的话，银行确实会因‘逐日盯市’规则受益。如

果在价格下跌的情况下银行要求我们放弃该规则，则完全是自私的……没有审计人员会同意。”

然而，理论亏损值越高，对“真实”世界的影响也越大。早在6个月前，监管机构和银行都坚信美国和欧洲的银行得到了很好的保护，可以应对信贷周期中的任何未知转变。2007年上半年，大型西方银行宣布4 250亿美元的收益新高，而且担保金远远超过《巴塞尔协议》要求的最低标准。全球银行估计持有3.4万亿美元的核心资本（即第一级资本）。这正是为什么美联储和其他机构都很有信心地认为银行可以承担次级贷款部门可能发生的高达1 000亿美元的资金损失。而且正是因为银行一直热衷于分散风险，使得许多监管机构和投资者也都认为银行只会遭受很小数目的信贷亏损。按照推测，风险都被分散到了整个系统中。但是，随着次级贷款的不断增加，所有那些假设都似乎越来越离谱。

在监管机构庆祝“风险分散”的收益之时，他们认为银行几乎把所有的CDO债券都卖给了其他机构，没有意识到大量的超级风险正在一些银行的账簿上不断累积，导致那些银行完全暴露于不曾预料的新型风险中。更糟糕的是，随着超级资产损失的增加，巨大的资本亏损数额正吞噬着银行的担保金——尽管仅仅在几个月前，其担保金还是非常充足的。

SIV的问题是又一件令人头疼的事情。在11月的动荡中，J·P·摩根的银行家们努力推出关于超级资金的可行计划，购买SIV相关的不良资产。美国财政部副部长鲍勃·斯蒂尔私下极力推动这项计划。美国政府不愿意看到SIV的崩溃以及进行资产的减价出售，更不希望“真正的”银行救助SIV，因为那样会消耗更多本来就稀缺的资金。然而，就在J·P·摩根、花旗和美国银行之间开展三方会谈时，他们发现无法就具体工作达成一致。一个重要的分歧是没有一方愿意承担向超级资金提供巨额贷款的风险。12月初，这项计划化为泡影。

在J·P·摩根内部，超级资金的消失激怒了管理层。他们被迫拂逆本性，花大量时间努力推出超级资金计划，现在一切却都化为乌有。“如果我们向美国财政部计取被浪费掉的时间的费用，那将是一笔可观的资金！”一位J·P·摩根的银行家评论说。然而对其他银行来讲，超级资金的影响确实是重大的。没有超级资金，花旗将面临把更多SIV资产留存在资产负债表上的压力。其他大型银行也是如此。那样会导致超级资产的注销，产生可怕的影响——曾经坚不可摧的银行系统可能会出现资金短缺。

11月末，纽约联邦储备银行的蒂莫西·盖特纳秘密致电华尔街的一些银行，让他们尽可能去找资金来源。花旗、美林和其他大型银行都疯狂想办法填补资金空缺，甚至没有人奢望政府的干预。关于超级资金和北岩抵押银行残局的争论无疑表明英国和美国政府憎恶利用纳税人的资金重组银行资产，而且似乎没有什么机会可以说服西方投资者重组银行资产。

绝望情绪不断累积，一些银行家开始寻求东方的帮助。21世纪的前7年，中国、新加坡、韩国和中东一些石油储量丰富的国家都推出了大量的所谓主权财富基金，一种管理政府资金的大型投资基金。到2007年，这些基金控制的资产数额估计已超过3万亿美元，然而确切账目无人知晓，因为这些基金都是高度保密的。通常情况下，大量的现金都用于投资美国财政部的债券和其他的安全资产。这些基金都避免直接投资美国公司的股份，部分原因是直接投资会引起国家主义者的愤怒。然而，随着华尔街和伦敦的恐慌情绪不断升级，银行家们纷纷抛开那些顾虑，华尔街、伦敦和苏黎世的高级交易人员都搭上飞机，亲自前往各地疯狂努力说服亚洲和中东的基金提供帮助。

花旗首先拍板成交。11月末，全球最大的主权财富基金阿布扎比投资基金宣布向花旗投入75亿美元资金。不久之后，瑞银集团通过新加坡GIC基金和中东投资者筹集到110亿美元。后来，美林公司通过中

国政府基金筹集到50亿美元，摩根士丹利通过新加坡政府筹得相同数额的资金。这是一次意想不到的命运转机！过去西方的银行一直扮演着救助新兴市场的角色。尽管银行家们会觉得没有面子，但同时也因为找到了资金的来源而觉得非常安慰。“新兴市场的大笔资金——最新报道的数据是600亿美元——投入到发达国家，给发达国家带来了稳定。”2007年末，汇丰银行的分析师评论说。监管机构私下里也松了一口气。“如果银行可以找到新的资金来源，是一件非常不错的事情。银行需要尽快进行资产重组，”2007年12月，美国最资深的一家监管机构这样评论，“完成资产重组后，银行系统就可以继续向前发展，而那正是我们所期待的。”

然而，尽管筹集到的资本大量增长，银行亏损的数额也越来越大。2008年，瑞银集团、美林和花旗都发现他们持有的信贷资产减记额度越来越高，总额达530亿美元——仅仅是那三家银行的减记总额。超级资产的减记占到减记总额的2/3。那三家银行都勇敢地坚持他们将不再进行减记。然而，没有人真正相信他们。根本的问题是系统陷入了恶性循环。银行公布的超级资产，或任何其他信贷资产，相关的亏损越高，投资者越是恐慌，资产价值就会进一步下降，从而迫使银行进行更多减记。恶性循环就这样不断往复地进行着。

随着亏损的不断增加，原J·P·摩根掉期交易团队的成员都感到震惊。10年前德姆查克的团队推出了貌似没有任何危险的超级资产理念，那时候他们年轻气盛，疯狂追求信用衍生产品之梦。后来他们各奔东西，但许多人依然是好朋友，经常互相通过电子邮件问候，不时聚在一起吃饭，抑或到他们各自在托斯卡纳、汉普顿或其他地方的精美别墅中一起度假。当安德鲁·费尔德斯坦和比尔·德姆查克发起为达尔富尔难民筹集资金的项目时，布莱思·马斯特斯、比尔·温特斯和许多人都团结起来进行捐助并提供支持帮助。像任何家庭那样，他们之间也有小的摩擦和敌对情绪，然而，他们从来不向外界谈论彼此

的是是非非。强大的智慧纽带和非凡的情感依然将他们中的大部分人紧密团结在一起。

然而，2007年末，他们通过黑莓手机往来发送的电子邮件却表达着心中的怀疑。和德姆查克一样，他们中的许多人都吃惊于他们的超级资产理念居然会成为贪婪的祸根。“究竟是出现了什么恶魔？”前J·P·摩根的一位成员在写给同事的电子邮件中这样写道。“就仿佛是你认识的一个可爱的孩子，长大后居然犯下滔天大罪那样，”团队中的另一位成员这样评论，“这一切完全让人觉得意外。”

他们确实没有意识到所有那些首字母缩略组成的词语有着多大的风险。在蓝山资本管理公司，费尔德斯坦早就发现了银行在累积超级资产，在相关模型出现问题的时候，他通过自己的对冲基金获利。他的战略获利丰厚。2007年，蓝山资本管理公司的三只主要基金分别获利45%、34%和9%。但是费尔德斯坦只是一个例外。温特斯和马斯特斯一直都没能明白其他银行为什么那么愿意大力动用他们的CDO机器，现在终于真相大白，他们非常吃惊，同样也义愤填膺。

让他们稍感安慰的是别人的严重错误居然给J·P·摩根带来些许光彩。随着亏损的不断增加，公众的信心彻底崩溃，所有银行都受到重挫，人们开始强烈抵制各种复杂的金融产品。“现在，仿佛信用衍生产品和CDO都变成禁忌的字眼了。”蒂姆·弗罗斯特非常痛心地说。

前J·P·摩根团队的许多人都认为指责衍生产品是非常不公平的。“这次危机与创新没有任何关系，而是银行业的放肆所致。”温特斯评论说，“每隔四到五年银行业就会出现新的放肆经营导致的恶果——人们经历过亚洲金融危机，再后来是互联网泡沫。这一次的问题是房地产市场过热。”或者如特里·杜洪所言：“车祸发生后，人们不会指责车辆或不再驾驶车辆，而是指责司机！衍生产品也是如此——不是工具出现了问题，而是使用那些工具的人们有问题。”汉考克则更加固执。早在2000年离开J·P·摩根后，他就成立了咨询公

司，面向政府和公司提供如何使用创新金融产品（如衍生产品）获利的咨询服务。另外两位合伙人是前J·P·摩根的银行家罗伯托·门多萨和诺贝尔奖得主经济学家罗伯特·默顿，他曾经帮助推出了开创性的布莱克－斯科尔斯公式，该公式在金融衍生产品的发展中有着重要的作用。2007年末，即便在银行业一片震惊之时，他依然全心全意地投入自己的事业当中。“结构化金融的许多问题并非过度创新所致，而是因为没有进行有效的创新。”汉考克评论说，“比如，人们只是利用原始的BISTRO理念，没有进行任何创新，没有真正考虑其作为风险管理工具在多元化方面的局限性，只是一次一次地进行重复工作。我们在J·P·摩根使用公司贷款和次级抵押贷款的方式完全不同于其他银行！”

然而，随着亏损的增加，团队中的一些人意识到10年前推动他们工作的假设现在看来完全是天真的。早在20世纪90年代，整个团队都近乎虔诚地相信创新可以创造更加强健而有效的金融环境。他们认为信用衍生产品和CDO可以分散风险。现在的事实证明风险根本没有被分散，而是被集中和隐没了。真是一个可怕又可恶的讽刺。

“我们可以做些什么来阻止这一切呢？”美林公司宣布出现更大亏损的时候，一位员工这样问道。“阻止其他银行不要那么愚蠢不是我们的工作！”另一位同事这样反驳，“监管机构是做什么的？他们在哪儿呢？”坏消息不断传出，大家的震惊和愤怒不断升级。他们对不断逼近的强烈抵制情绪的恐惧也在一步步升级。

第十四章
贝尔斯登“失陷”

2008年1月11日，摩根大通再次出现在新闻中。北岩银行总裁安迪·凯珀斯宣布摩根大通即将购买22亿英镑的北岩银行抵押贷款。“这是一笔数目相对较小的交易，约占北岩银行总资产的2%，但确实是一次公司仍在进行的战略审查的积极发展。”凯珀斯说，并指出这笔销售“将会让我们减少在英格兰银行的债务”。

然而，北岩银行所作的公开宣布的意义超越了北岩银行自身的命运，而是发出了这样的信号：在其他大型银行疯狂努力支撑自己的时候，摩根大通却在彰显炫耀自己的实力。伦敦比尔·温特斯的团队筹备购买北岩银行抵押贷款的价格相当不错，温特斯认为那是银行在相当长的一段时间内完成的最令人满意的一笔交易。那次交易之所以出色当然是因为市场中其他投标者非常之少。

2008年初，西方银行的减记总额超过800亿美元。为了填补空缺，银行筹集了600多亿美元资金。摩根大通并没有幸免于难，其账簿上几百亿美元价格跌破的杠杆式贷款被暴露出来。银行也直接参与了抵押贷款市场，因为其早在2005年和2006年就曾扩展家庭住宅贷款业务。确实有几枚超级资产燃烧弹隐藏在摩根大通帝国中，例如，银行的一个部门在账簿上持有少量的亏损抵押贷款CDO，温特斯对此全然不知。银行在2007年第四季度的减记额约13亿美元，投资银行的净收入下降到只有1 120亿美元。但是，与大部分竞争对手相比，摩根大通的损失还是显得很微不足道。

摩根大通没有在账簿上留存大量在花旗、瑞银集团和美林造成严重破坏的ABS资产超级CDO，也没有大量的影子银行或信贷安排，比大部分竞争对手拥有更加雄厚的资产和相对较低的杠杆率，却同样也陷入了全面危机，其原因是戴蒙坚持“要塞式资产负债表”。

过去7年中，J·P·摩根的员工已经习惯了扮演“落伍者”的角色，现在突然之间成为了明星。J·P·摩根的经理们不愿意公然炫耀，唯恐自己显得鲁莽。他们还对自己因没有参与一些事情而得到的好评格外小心。“我们也会犯错误，”只要有人问及银行的际遇，温特斯就会这样强调指出，“假装无知是完全错误的。”然而，不可否认的是危机越是深入，J·P·摩根集团的机会就越多。摩根大通的管理层面临的真正重大问题是他们是否应该继续谷底投资——不只是购买降价贷款，而是并购整个银行。对戴蒙来讲，那似乎是理所应当的。毕竟，早在10年前，他就因为与桑迪·韦尔在华尔街开展史无前例的大规模疯狂并购而一举成名。许多分析师认为戴蒙加入摩根大通后就会大肆开展并购，事实证明了预言的错误。在信贷繁荣时期，他认为其他金融集团的价格都被过度吹捧。然而，到2008年的时候，大部分银行的股票价格下跌超过20%，是有史以来最大规模的下滑，这对他是足够的诱惑吗？

2008年2月，史蒂夫·布莱克向分析师们指出银行不会积极并购。“在2008年初我们不会进行任何并购——确实是的，”布莱克后来解释说，“我的意思是，我们不会阻止任何事情，只有在价格极其便宜的时候我们才会考虑交易。”然而，戴蒙是一个善于利用机会的人。因此，当其他银行的股票价格下跌的时候，摩根大通的管理层坚持观察整个行业，不断寻找机会。

☆ ☆ ☆

3月13日，星期四，戴蒙在纽约一家有名的希腊饭店与父母、妻子和女儿们一起吃饭，庆祝他的52岁生日。突然，他的私人手机响了起

来，为此他非常生气。那个电话通常只有他的家人或办公室有紧急事件时使用，而他已告诉员工除非事关重大那天晚上不要打扰他。

电话是戴蒙办公室的员工打来的。他们告诉他当时为贝尔斯登提供咨询服务的瑞德集团的资深银行家加里·帕尔有紧急的事情要和他讲，贝尔斯登的首席执行官艾伦·施瓦茨也有要紧的情况要讲。他们说的内容令人吃惊：贝尔斯登的流动资金严重短缺，如果没有直接援助就只能被迫申请破产。摩根大通愿意伸手援助吗？施瓦茨这样问道。

戴蒙非常吃惊。他非常清楚——整个华尔街都知道——贝尔斯登由于2007年6月两只对冲基金的崩溃而变得非常脆弱。那时候，戴蒙甚至有意并购贝尔斯登的部分业务，但是这家金融服务公司粗暴拒绝了他当时的提议。随后的几个月，贝尔斯登继续坚持独立发展。与许多竞争对手一样，贝尔斯登告诉投资者将增加资金基础，但实际上，贝尔斯登只是象征性作了一点努力而已。贝尔斯登与中国券商中信证券展开了一些讨论，但除了10亿美元的承诺股权交易外没有任何成果。

2月末，这种“苦苦强撑”的战略让贝尔斯登的投资者和债权人越来越紧张。人们知道贝尔斯登在抵押贷款债务领域有着金额巨大的业务，账簿上留存着大量的抵押证券。整个2007年冬天，贝尔斯登的管理层都再三坚称他们在很好地管理着那些资产相关的风险。然而，投资者无法相信，因为市场状况在持续恶化。

1月初，美国政府公布了极其糟糕的经济数据。接着，1月中评级机构开始下调大型单一险种债券保险公司的评级。这就向购买了单一险种“保险”的银行提出了警示，提醒他们保护所持有的CDO。就在投资者不断关注新闻的时候，股票市场和信贷市场再次出现衰退，尽管美联储随之在1月末将利率下调，下调幅度为1.25个百分点，市场焦虑情绪依然很浓。市场背后，银行都开始发现现金短缺——而且极度担忧抵押贷款市场——所以在发放贷款的时候要求对冲基金交付更多抵

押品。许多对冲基金无法满足这些苛刻的要求——业内称之为“高折扣率”，开始售出持有的资产。他们在售出资产的时候，那些资产的价格开始下跌，导致银行对借款给对冲基金表现得更为不安出现了又一次恶性循环。投资者严重受惊，开始大规模退出市场。“部分金融系统开始变得功能失调，导致了更加严重的金融紧缩。”国际清算银行的官员这样指出。

投资者也开始认真审查看起来非常脆弱的金融机构，贝尔斯登就是这样的机构。贝尔斯登的阿喀琉斯之踵是资金基础。贝尔斯登是金融服务公司，没有真正的商业银行业务，因而没有稳定的银行存款提供现金流量。按照惯例，贝尔斯登通过发行长期债券筹集大部分资金，但是在21世纪前7年，它越来越依赖“回购”市场。回购市场是指银行使用持有的资产，例如抵押债券，作为抵押品在短期内与其他投资者借款，通常只是一两天的时间。所有的美国金融服务公司都使用回购市场，回购市场是规模庞大的——但被广泛忽略的——美国金融体系中的一部分。然而，贝尔斯登比许多同行更加依赖短期回购资金，总是将大量的抵押债券作为抵押品。

2008年初，金融问题进一步深化，贝尔斯登发现在回购市场中筹集资金越来越困难。这种情况没有得到更广阔的金融界的关注。回购市场——如同商业票据市场——经常被媒体和监管机构等忽略。然而，纽约的一些对冲基金发现了问题，开始悄悄从贝尔斯登撤出资产。消息传出，更多基金开始重新评估他们与贝尔斯登的交易。随着紧张情绪的扩散，一些投资者要求德意志银行、瑞士信贷银行、高盛和摩根大通取代贝尔斯登，与他们签署类似与贝尔斯登之间曾签署的信用衍生产品合约。这种做法在市场中普遍存在，通常与交易方的金融状况没有关系。但是，大量此类交易变更的消息传出之后，更加引发了人们对贝尔斯登金融发展状况的担忧。

贝尔斯登购买信用违约互换违约保险的成本开始急剧上涨。一年前，1 000万美元贝尔斯登债券的年保险价格不超过10万美元。3月10日，已超过60万美元。高盛和瑞士信贷银行的负责人员通过内部电子邮件预先通知贝尔斯登相关的交易对手风险，消息传出，投资者变得更加紧张。接着，大型对冲基金文艺复兴科技撤走了在贝尔斯登的账户，贝尔斯登即将倒闭的谣言大肆传播开来。

贝尔斯登的高级经理们疯狂地想办法阻止谣言的流传。3月5日，贝尔斯登账面上持有的现金超过200亿美元，到3月10日还是180亿美元，但是3月11日却下降到100亿美元。如果贝尔斯登是商业银行，则可以通过美联储获得贷款，像大型商业银行那样享受“最后可依赖的放款机构”的保护，在危机中可以随时要求美联储提供资金，前提只是银行拥有抵押品。银行可以通过参加美联储举办的定期“拍卖”将流动资金注入系统，或者使用叫做贴现窗口的机制，在紧急情况下取得额外资金。然而，银行通常不愿意选择后一种做法，因为那是一种羞辱，但在面临真正的危机之时，至少还是有选择的。2007年末，美联储推出大量更加诱人的新举措。然而，贝尔斯登没有机会接触贴现窗口。

3月12日晚上，贝尔斯登的律师致电纽约联邦储备银行的蒂莫西•盖特纳，请教他们该怎么做。这个问题让盖特纳非常尴尬，因为他对金融服务公司没有监管责任。贝尔斯登的监管是美国证券交易委员会的责任，而且，纽约联邦储备银行对贝尔斯登的业务只有相对有限的数据了解，盖特纳没有得到明确授权确定可以提供贷款拯救贝尔斯登。然而，他是一个非常务实的人，强烈地想要知道贝尔斯登与其他许多公司包括大型银行之间的相互关联。早在2005年，盖特纳就通过大量资料研究信用衍生产品领域的基础结构，他所了解到的信息表明如果贝尔斯登现在破产，则不良影响会波及整个金融界。尽管他没有花许多时间研究回购市场，但同样发现如果贝尔斯登的回购合约出现违约，将引发投资者恐慌。

“如果（贝尔斯登的首席执行官）艾伦·施瓦茨担忧，他最好亲自打电话给我。”盖特纳告诉贝尔斯登的律师。第二天施瓦茨及时致电了盖特纳。“那么，您要谈的是哪些机构呢？”盖特纳问道。他非常希望贝尔斯登可以被并购。10年前，就在日本银行业危机之时，盖特纳作为美国使馆的财政大使在东京工作。日本通常会说服强大的机构介入处理陷入困境的银行问题，盖特纳希望这样的闪电式婚姻可以拯救贝尔斯登。

施瓦茨告知盖特纳可能有两家公司：摩根大通和英国巴克莱投资银行。“还是回去再讨论讨论吧！”盖特纳说。接着，他要求员工独立调查那两家银行是否确实会参与竞争。几小时后，巴克莱银行给出答复：不急于参与交易。然而，摩根大通是比较认真的。摩根大通对贝尔斯登非常了解，因其作为贝尔斯登的清算银行落实过所有贝尔斯登的交易。而且戴蒙并购贝尔斯登是很好的战略选择。多年来，摩根大通的管理层就苦于银行在股票市场和优质经纪业务方面不及竞争对手，而贝尔斯登在这两方面都很强大。因而，纽约联邦储备银行小心地鼓励施瓦茨和戴蒙进行沟通，这才打断戴蒙的生日宴会。

戴蒙没有因这样的前景而激动不已。“我们无法提供帮助。”当贝尔斯登首席执行官请求他立即提供贷款或通过并购拯救贝尔斯登时，他这样告诉施瓦茨。他对贝尔斯登账簿中深埋的金额非常不放心。在大量SIV和CDO相关的枪林弹雨中安全脱身的他不愿意再莽撞地跳上逃亡列车。当然他也不愿意放弃有利可图的交易，才故意拖延了下时间。他叫回正在度假的史蒂夫·布莱克，安排由J·P·摩根员工组成的庞大阵容到贝尔斯登梳理账务。

星期四晚上，银行家们很晚才到。一些人是刚刚从被窝爬出来。一小时不到，他们就确定贝尔斯登的财务状况非常糟糕，可能在数小时内陷入违约。戴蒙和盖特纳继续拖延时间。星期五早上，摩根大通宣布向贝尔斯登提供短期贷款，使用美联储提供给摩根大通的资金，

“初期期限为28天”。那笔约300亿美元的贷款可以避免贝尔斯登立即破产的风险，同时可以保证美联储在不破坏自身规则的前提下向贝尔斯登提供更多资金。接着，摩根选派更多员工前去分析贝尔斯登的账目。

他们的压力非常大。开始，美联储提出贝尔斯登有28天的时间寻找新的买家，但星期五下午，时间缩短到只有3天。盖特纳担心如果不在星期一早上（东部时间星期日晚上）亚洲市场开盘之前宣布交易的话，金融系统可能会彻底陷入危机。但是，贝尔斯登的账目庞大，而且包括大量的CDO和复杂的信用衍生产品交易。仅仅24小时的时间就得搞明白全部账目的价值有点不可能实现。

星期六整整一天，摩根大通的银行家们都在疯狂地梳理贝尔斯登的账目。每过几分钟，他们就把调研结果发送给身在伦敦的温特斯，最后，温特斯决定亲自到纽约，他匆匆搭上了星期日晚上的飞机。温特斯落地时，戴蒙和布莱克正在向盖特纳说明他们研究的结论：贝尔斯登的账目中黑洞太多，无法进行交易。温特斯非常同意。“继续交易是不妥当的做法。”他这样告诉同事们。

盖特纳疯狂地试图缓和人们的担忧情绪。星期日早上，情况更加危急。借款给贝尔斯登的回购市场投资者包括一些国家支撑下的强大的亚洲机构，他们声称如果贝尔斯登违约，将撤回所有发放给美国金融服务公司的贷款。那样则可能引发一场可怕的连锁反应。盖特纳因而更加确定要在当晚亚洲市场开盘之前完成交易。

美联储的官员们热烈地讨论着。8年前，大型美国私人股本集团J·C·弗劳尔斯——也曾考虑向贝尔斯登提供帮助，但结果还是没有——并购了陷入困境的日本金融机构日本长期信贷银行（LTCB），该银行的账簿上有大量模糊的黑洞。日本政府通过向J·C·弗劳尔斯提供准保险政策，承诺长期信贷银行的危险贷款陷入坏账后提供补偿，才最终促成交易。

现在面对贝尔斯登的情况，盖特纳和其他美联储的官员都知道不可能复制J·C·弗劳尔斯与长期信贷银行的交易。但是，如果美联储保护或隔离一些贝尔斯登的资产负债表上最糟糕的资产，即美联储向摩根大通保证承担那些资产的亏损，会怎么样呢？戴蒙、温特斯和布莱克经过热烈的讨论，最后告诉盖特纳如果他们可以用很低的价格并购贝尔斯登，则可以完成交易。盖特纳及时与本·伯南克和汉克·保尔森商议贝尔斯登售出的合适价格这一棘手问题，随后这样告诉戴蒙：如果摩根大通以两美元一股并购贝尔斯登，美联储将负责300亿美元贝尔斯登的资产，并将其置入一种特殊的保护工具。如果那些受保护的资产亏损，J·P·摩根首先承担损失，限额10亿美元，而美联储承担后继发生的损失。

并购价格相当惊人。戴蒙向来以促成廉价交易闻名业界，但即便是他本人也没有想到会是那么低的并购价格。周六摩根大通、贝尔斯登、美联储和财政部讨论的价格还在每股8美元到10美元左右。星期日，摩根大通方面提出每股4美元的价格。然而，保尔森把价格又缩减了一半。他似乎刻意要避免政府救助贝尔斯登或其股东的嫌疑。星期五交易结束的时候，贝尔斯登的股票价格是每股18美元，而去年10月的交易价格是131美元。以仅仅两美元一股计算，贝尔斯登现在只值2.5亿美元，大大低于其在麦迪逊大道383号的大厦的价值。J·P·摩根一直打算把总部从曼哈顿中区搬迁到下区。如果并购贝尔斯登和贝尔斯登大厦，则中区的办公空间就足够宽敞了。“老实说，我们或许可以通过公司内部凑份子，让反对搬迁到下区的人们捐款集资即可完成这笔交易。”一位资深的J·P·摩根银行家这样和同事们开玩笑。

就在星期一早上——东部时间星期日晚上——亚洲市场开盘前不久，并购交易完成。美联储还宣布面向所有购买财政部证券的20家主要交易机构提供流动资金，即同意向金融服务公司提供安全的网络，相当于向商业银行提供的安全保障。这是美联储在大萧条之后第一次采取那样的措施。

并购交易的新闻传出后，贝尔斯登的员工非常生气，对低廉的交易价格异常吃惊。他们中的许多人把自己的大量资产投入到贝尔斯登的股票，现在却都已化为乌有。更令他们气愤的是只要美联储提前一周宣布提供资金，贝尔斯登就不会面临破产威胁。一张两美元的钞票被贴在麦迪逊大道总部大厦的正门，作为贝尔斯登反对并购的有力标志。

然而，贝尔斯登之外的许多观察家认为盖特纳和戴蒙完成了震撼人心的事情。星期一早上，股市开始运转后，投资者都在努力解读贝尔斯登被并购的交易后，大量抛出了雷曼兄弟和美林的股票，因为它们有着许多与贝尔斯登相同的脆弱性。到星期二，人们的焦虑开始逐渐退去。跨国银行的借款成本开始下降，银行和公司购买违约风险保险的价格也有所下降。信贷市场开始恢复。这次交易不但避免了贝尔斯登破产的直接威胁，而且向投资者表明政府愿意强力干预，市场信心由此开始恢复。接着，星期二下午，美联储将最优惠利率再次下调75个基点，这是9月份以来的第六次下调，从一年前的5.25%下调到2.25%。“我们面临着这个国家有史以来最严重的金融灾难，但是我认为美联储现在改变了态度。”DMJ咨询公司的首席经济学家戴维·琼斯说。“美联储表示愿意帮助处理所有的银行紧急信贷事件，帮助人们度过此次危机。”穆迪的首席经济学家马克·赞迪重复着这些欢欣鼓舞的话语，指出“（美联储）去年夏天和秋天一直消极应对危机，但今年开始变得非常积极”。

然而，在摩根大通内部，大家对这次并购交易没有那么欢欣鼓舞。在信贷动荡最初的几个月中，摩根大通没有被媒体密切关注，因为投资者和记者们当时都在关注巨额亏损的银行。并购贝尔斯登的交易让摩根大通吸引了大量聚光灯。杰米·戴蒙的肖像出现在杂志封面，大字标题颂扬他为“优秀青年”和“杰出竞争者”。一些专家指出戴蒙的业绩现在甚至超过了他的前老板桑迪·韦尔。其他评论家更是追根究底，把戴蒙与强大的J·皮尔庞特·摩根相提并论。摩根银行

的新闻团队努力控制这些夸张的言论。“没有人希望自己被奉为完人，随后再被击倒。”一位摩根大通的发言人这样评论。然而，戴蒙的魅力不会消失。“完成那次让人刮目相看的交易（并购贝尔斯登）后，戴蒙，如同银行的代名词，成为当时最大的金融事件的重磅参与者。”《纽约时报》这样热情赞扬，“像J·皮尔庞特·摩根那样，他在恐惧和惊慌中投资，及时抓住市场机会扩展自己传奇性的银行帝国。”

然而，在现实中，温特斯、布莱克和戴蒙都清楚地知道“传奇性的帝国”面临着严峻的挑战。贝尔斯登的交易完成之后，令人头疼的问题快速增加。一个问题是他们与美联储之间签署的合约。当J·P·摩根的律师们梳理他们于3月16日星期日匆匆签署的文件之时，发现其具体细则给摩根大通带来的风险远远超过预期。担忧之下，J·P·摩根团队坚持要求在接下来的一周重新商议并购事宜。美联储同意了，但是作为补偿，提议将并购价格上涨到每股10美元。这不仅给贝尔斯登的股东带来些许安慰，而且消除了摩根大通在并购交易中的部分资本储备。3月16日星期日，戴蒙认为并购工作在销售价格和资产的账面价格之间需要50亿美元的资本储备。4月份，资本储备开始消散，后来则完全消失。

还有其他让人不安的打击。贝尔斯登破产前的几个月，曾签订了大量的信用衍生产品合约，目的是在信贷市场低迷时期保护贝尔斯登不受打击。具有讽刺意味的是，贝尔斯登宣布被并购后的那一周，那些合约由于信贷市场的大幅上涨而产生大额亏损。接着，温特斯发现贝尔斯登遭遇了对冲基金引发的又一次不曾预料的损失。他也得知贝尔斯登的后勤部门持有大量未确认的信用衍生产品交易的积压订单。更糟糕的是，许多交易中，贝尔斯登的管理层都没有采取任何措施避免衍生产品交易中可能出现的亏损。

文化差异也同样涌现出来。并购完成的当天，摩根大通后勤部门的同事就开始搭建电缆，连接双方的IT系统。由于双方的总部大厦之间仅两个街区的距离，IT连接理应非常容易，然而，他们很快发现双方的计算机网络互不兼容。融合公司文化更加困难。贝尔斯登是一家攻击性比较强的银行，员工之间竞争激烈，“弱肉强食”，员工取得收益即可获得奖金。在摩根大通的员工看来，贝尔斯登的员工过于随心所欲；而在贝尔斯登的员工眼里，摩根大通的员工官僚风气过盛，极其枯燥乏味。为了消除双方的隔阂，戴蒙、温特斯和布莱克召开了一系列公众会议，贝尔斯登的员工甚是吃惊。摩根大通把定期进行的公众会议视为一种骄傲，而贝尔斯登的高级管理层根本没有听取基层员工意见的习惯。一些贝尔斯登的员工认可摩根的理念，而另一些则认为摩根是在摆派头而已。“这就像是童子军接管暴徒一般。”J·P·摩根的一些员工之间这样开玩笑。当J·P·摩根的管理层在4月初宣布除了保留股票和主要经纪业务部门的大部分贝尔斯登员工外，只有少数几位贝尔斯登的经理会继续留任之时，没有人对此感到特别意外。



正当贝尔斯登被并购的交易平息市场之时，贝尔斯登破产的事实同样发出了令人惊悚的信息：系统在大范围内存在漏洞。被监管的商业银行系统以外的业务不再被看做“微不足道”、对大范围的经济体系中的资本流动没有影响。到2007年，纽约联邦储备银行的计算显示所有的SIV和相关工具的联合资产总额达2.2万亿美元，对冲基金控制着另外1.8万亿美元，5家金融服务公司的资产负债表上持有4万亿美元资产。5家商业银行控股的公司——盖特纳监管的系统之一——持有仅仅6万亿美元的资产总额，而银行的整体资产为10万亿美元。然而，比这些庞大的金额更重要的是影子银行和金融服务公司通过极其复杂的交易网与商业银行有着千丝万缕的关联。撇开其是否“规模庞大不能

倒闭”之说，这些影子银行和金融服务公司确实关联深刻无法再对其视而不见。

相互关联一方面体现在回购领域；另一方面体现在信用衍生产品领域。信用衍生产品领域发展迅速，市场中优质的CDS交易总额超过60万亿美元。在严格的经济意义上讲，那些合约代表的风险金额非常低，“仅仅”14万亿美元，因为许多交易是互相补充的。银行在购买债券的同时购买那些债券的保险，即避开了纯粹风险。但是如果某一方的交易失败，依然会形成大量潜在的交易对手风险。

早在1994年，衍生产品领域就反对通过集中交易缓和交易对手风险的理念。相反，他们都认为应当让每一位市场参与者使用法律合同，通过自律实现系统安全。但是这些双边工具没能在贝尔斯登的事件中避免恐慌。随着金融服务公司运营不济情况的出现，投资者在发现任何交易失败都可能引起后勤质疑的时候表现得非常恐慌，尤其在很难确知已签署的合约数目的情况下。CDS市场转变成巨大而浑浊的交易蛛网，银行、影子银行和金融服务公司等都深陷其中，不断受到惊吓和恐惧的困扰。

第十五章
连锁反应

贝尔斯登破产并购后接下来的几周，股票市场开始恢复。贝尔斯登并购案似乎是一次净化，就像一种仪式般的牺牲，以贝尔斯登被宰割来为华尔街的愚昧买单。一些评论家认为纽约联邦储备银行和财政部的强力干预表明金融系统不会重复日本银行业危机的重大错误，掩盖衰败的形势。贝尔斯登并购案还引发了探究金融危机根源的广泛争论。

仅在贝尔斯登破产并购后的几天，蒂莫西·盖特纳就敦促纽约联邦储备银行中他的前任杰里·科里根组织完成“无偿的”华尔街报告，报告内容涉及复杂的金融界如何减少风险。科里根早就想完成这份报告了。他曾经负责过两次早期的研究工作，一次是对长期资本管理公司崩溃后的经验教训的探究；第二次是2005年信贷泡沫破灭之时，对复杂金融状况的研究。然而，科里根坚信他的第三份报告将是最重要的。“我们需要提出一些重要的问题——例如，为什么大家都会错失良机？”科里根评论说，“我依然对那个问题非常迷惑——那个问题也很重要。是的，我们知道风险被错误定价了，但我们没有预见随后发生的情况！我认为确实没有人曾经预料到过。”

科里根要求安德鲁·费尔德斯坦帮助他完成信用衍生产品需要进行的变革方面的报告。华尔街之外，费尔德斯坦旗下已经发展了5年的基金蓝山资本鲜为人知；然而，到2008年，该基金持有的信用衍生产品已经超过许多银行，使得费尔德斯坦在业内有着巨大的影响力。

同样在2008年春天，一家位于华盛顿的专家组国际金融研究所召集100位高级银行家完成了关于信贷刺激的报告。该报告指出系统必须进行变革，当下必须回归基础，恢复更加简单、透明和“诚实”的银行业风格。“现在，行业的首要责任是保证一切有条不紊。”国际金融学会（IIF）的领导查尔斯·达拉这样评论说。国际金融学会没有权力要求银行进行变革，但是国际金融学会提出的大部分建议都会被国际监管机构巴塞尔委员会采纳，巴塞尔委员会有权推出新的行业规定。春末，八国集团的财政部长会议上，巴塞尔委员会发布了独立报告，尽管如一些分析师所期望的那样，停止了彻底重新考虑《巴塞尔协议》的提议，但报告要求银行留存更高的储备资金，更多地关注流动资金的问题，而且在使用信用评级的时候要更加小心地加以辨识。

然而，即使经历了动荡和损失，还是有声音在不屈不挠地反对变革。20世纪90年代，代表国际掉期交易协会热烈游说、反对衍生产品监管的马克·布里克尔于2008年4月16日在国际掉期交易协会的年度会议上发表演讲，反对变革。

当布里克尔站在维也纳希尔顿酒店舞厅的演讲台上时，历史落在了他的肩头。20年前，国际掉期交易协会同样聚集在这个城市，布里克尔认为这个城市发生这一切最恰当不过了。维也纳是布里克尔的偶像、伟大的自由市场经济学家哈耶克的故乡。“20年前我们着手设计市场规律指导下的商业模式，因为我们认为那样可以比取缔监管更好地指导市场有序运作，”他说道，“信贷紧缩很好地证明市场规律对金融衍生产品的指导作用胜过监管机构对住房金融的指导作用。”

布里克尔依然像从前那样反对政府干预。“哈耶克相信市场有自己的规律，而且可以自我修复。那是我们所有人今天应当铭记并引以为荣的一种理念，”他面向听众指出，“当政府提供帮助时，市场总是需要付出一定的代价，因为政府通常是以更强大的监管方式出现。”

不是所有参会人员都认为政府审查是错误的。会议开始是投资银行瑞士信贷银行的行长保罗·柯磊洛的专题演讲，他提出这样的警示："我们不能期待'一切照常'。新的监管即将出现，而且应当如此；自觉自愿的努力远远不够。'关联强大不会倒闭'的新现象将成为金融体系中的一个永恒。"国际掉期交易协会的一些官员非常生气，认为柯磊洛让他们失望了。

8月初，科里根本人在他的报告中提出了有分量的意见，敦促银行彻底变革风险管理系统，推出更加标准化和透明的金融工具，将信用衍生产品交易转移到集中的结算平台；而且要求这些工作在几个月内完成。"尽管这些变革成本巨大，然而，相对于金融机构在最近几个月数千亿美元的减记金额来讲，就微不足道了，更不用说危机所引发的经济混乱和扭曲，"科里根在给亨利·保尔森的随附函件中指出，"（银行业）需要本着睿智的金融风范，推出新的责任，进行共同管理，并认识到确实存在个别机构必须为了共同利益抛开特有利益的情况。"科里根痛惜地指出当前这样的银行家非常之少。



科里根的坚持得到了认可。贝尔斯登与摩根大通交易完成后的几周，伦敦同业拆借利率、借款成本的关键"石蕊试验"开始下跌，但是在盛夏又逐渐回升。政策制定者对即将发生的情况又是警戒又是迷惑。更多问题似乎一触即发。

当前的一个担忧是一个问题被提及时，华尔街的震荡会广泛影响到主体街。巨额亏损重压下的银行现在不仅仅只是大大缩减对冲基金的贷款，而且也大大缩减了面向所有公司的贷款。目前的重要问题是时间：在信贷紧缩导致经济衰退之前银行能够恢复吗？英格兰银行市场部的经理保罗·塔克严肃地指出，"我们面临着一场与时间的赛跑"，看能否"在全球大规模经济下滑、贷款违约增长之前稳定经济状况……"

银行并没有快速恢复，亏损在持续增长。到4月份，抵押借款相关的CDO和其他证券的估计亏损几近4 000亿美元，大大超过了早先预料的次级贷款的亏损，因而，国际货币基金组织估计得出信贷危机的总“亏损”会达到1万亿美元。尽管一些人争辩指出那些ABX指数价格下跌过度，但这样的观点不会增加投资者的信心。即便市场价格相对于基础价格来讲非常之低，还是没有超级资产的买家。“真正的问题是AAA级债务没有任何买家，”欧洲证券化论坛（ESF）的领导里克·沃森指出，“那是困扰市场的最大问题。”

现在推动超级风险价格的不是那些嵌入模型分析得出的“难懂的”经济数据，而是投资者的恐惧心理，而这正是经济学家在他们的模型中长期忽略的部分。在新的环境之下，“股市分析高手”都茫然不知所措。那是一个让人害怕、无所适从的境地，银行业将经历眩晕带来的绞痛。



史蒂夫·布莱克本来安排在9月13日星期六与一些重要的摩根大通的客户参加高尔夫球赛。早期五早上，他打电话告知俱乐部不确定能否参加比赛。贝尔斯登并购交易事件6个月后，他察觉到会出现更多问题和不确定的局面。9月7日，美联储将两家国家支持的抵押贷款巨头房利美和房地美“接管”，相当于将其国有化。夏天，人们关于他们可以应对抵押贷款违约和信贷紧缩的信心开始下降。住房市场持续快速恶化，优质抵押贷款的违约率开始上升。与影子银行和金融服务公司一样，房利美和房地美经营的资产金额一直大大超过自身拥有的资产金额。

9月7日发生的情况暂时平息了市场，但同样激起更多民众对未来的不确定性。随着接管的影响不断扩散，许多投资者都发现亏损巨大。另外，由那两家巨头发行的大量CDS债券出现违约。住房市场的情况更加糟糕，抵押贷款相关的证券价格也同样低迷。到8月份，美国平

均住房价格比两年前下降20%。ABX指数同样在持续下滑。新一轮的恐慌正在不断肆虐，投资者小心地审查银行业的情况，警惕再次出现不良状况的各种迹象。

9月初，雷曼兄弟投资银行陷入瓶颈。贝尔斯登危机期间，雷曼兄弟的股票价格遭遇重创，因为投资者认为如果贝尔斯登破产，则雷曼兄弟也难逃厄运。而且雷曼兄弟通过短期回购市场抽出大笔资金，在住房抵押贷款债券和商业地产业务方面均占有重要份额。在美联储援助贝尔斯登的时候，雷曼兄弟的股票价格出现回升。当美联储宣布向所有金融服务公司注入资金时，一些银行家开玩笑地说美联储的宣布应当叫做“2008拯救雷曼兄弟法案”。

6月，雷曼兄弟宣布第二季度亏损28亿美元，尽管公司很快筹集了60亿美元用于稳定资金基础，但投资者还是非常震惊。而且，银行低估了自身持有的不良贷款的谣言还是传开了。分析师们认为雷曼兄弟应当筹集更多资金或通过并购缓解人们的担忧，但是雷曼兄弟的首席执行官理查德·富尔德对这两种方案都表示拒绝。富尔德个性刚烈，反对售出公司，而且尽管雷曼兄弟的高层管理在9月初就开始讨论向包括韩国产业银行在内的投资者售出部分公司股票，但一直没有进行具体交易。

雷曼兄弟那时开始大额出资，9月10日星期三，富尔德使出最后的办法。公司宣布出售资产管理业务的计划，而且把近300亿美元抵押资产置入独立的安全工具加以保护。但是，其他机构的银行家们在仔细查看雷曼兄弟采取的细节措施时发现了问题。雷曼兄弟宣布时的附属细节表明雷曼兄弟对不良资产的估价大大高于其他银行。民众对银行的信心崩溃了。“银行的其他资产数目是什么情况？我们能相信吗？”银行家们开始质疑。

使用信用衍生产品购买雷曼兄弟违约保险的价格迅速增长，回购市场的投资者停止了与银行的交易。雷曼兄弟怪异地上演着贝尔斯登

破产的情景，对冲基金撤走了他们在银行的资金，投资者开始将此前与雷曼兄弟签订的信用衍生产品合约转向其他银行。

9月9日星期二，布莱克开始警觉这一切给摩根大通带来的风险。摩根大通负责雷曼兄弟的结算业务，即如果雷曼兄弟突然破产，摩根大通就会蒙受损失。为了保护自身，布莱克致电富尔德，告诉他希望雷曼兄弟追加50亿美元的抵押品。布莱克承诺继续与雷曼兄弟的合作，他们无须通过资本寻求资金。即便如此，富尔德还是表示拒绝追加抵押品。后来，布莱克同意接受雷曼兄弟追加30亿美元的抵押品。

到星期五的时候，布莱克依然希望雷曼兄弟可以渡过难关。再三拖延，他还是打电话告知高尔夫俱乐部同意第二天按计划参加比赛。几分钟后，戴蒙匆匆来到他的房间：“猜猜发生什么了？我们必须到美联储去讨论雷曼兄弟的问题。”下午6点，戴蒙、布莱克和其他20多位华尔街的资深人士——显然不包括雷曼兄弟公司的成员——聚集在美联储总部的大型会议室。

银行家们聚齐后，盖特纳开门见山。他宣布雷曼兄弟濒临破产，但政府不准备用纳税人的资金实施援救。有哪位愿意并购吗？或者各银行联合出资，就像处理长期资本管理公司当时的情况那样？

在座的没有人热烈响应。

1998年长期资本管理公司发生崩溃的时候，资金黑洞约40亿美元，参与救助的大部分银行“只”需出资2.5亿美元左右。雷曼兄弟的黑洞估计超过了400亿美元，任何参与救助的银行都需要拿出几十亿美元。坐在美联储会议室的许多银行根本就没有那么多的资金，即便有心帮助也无能为力。他们自己当时急需更多资金。

“那么，我建议我们接下来谈谈美国国际集团的情况吧。”史蒂夫·布莱克插话说。盖特纳一脸怒气，他说这次会议是召集大家讨论

雷曼兄弟所面临的问题的解决方案。美国国际集团的情况只能稍后再予以考虑。

过去的一年，强大的美国国际集团的发展状况没有像大型银行那样引起投资者或媒体的关注。但是，布莱克知道美国国际集团持有大量严重威胁到资产负债表的超级风险。他想知道的是美联储——或者其他任何一家银行——计划怎么应对美国国际集团的情况？没有具体的解决方案出台，他担心美国国际集团陷入破产，会引发更大的冲击。

接任查尔斯·普林斯出任花旗首席执行官的维克拉姆·潘迪特表示认同布莱克的担忧。“对，我们需要谈一谈美国国际集团的情况！”盖特纳更加掩饰不住一脸的怒气。处理一件财务危机就足够崩溃了，同时处理两件财务危机似乎不太可能。他希望首先找到雷曼兄弟公司的解决方案，再继续努力。“联邦没有救助雷曼兄弟的政治愿望，”盖特纳先生说，“明天早上再开会确定该做些什么。”



第二天，来自华尔街和欧洲主要银行和金融服务公司中的20多位高级官员聚集到美联储。瑞士信贷银行的柯磊洛也在其中。他到达美联储后，对历史的讽刺表现出极度的吃惊：几乎就在10年前，柯磊洛于周末匆匆来到美联储讨论长期资本管理公司对冲基金的命运。柯磊洛注意到这一次来了更多的欧洲银行家参与讨论雷曼兄弟的危机问题。这有力地说明伦敦和纽约市场的紧密关联。“我们为什么没有从过去的经验中吸取教训呢？”柯磊洛反问自己。

银行家们分成几组，分散到不同的会议室讨论处理雷曼危机的各种方案。一组探究各银行能否推出联合救助计划，就像处理长期资本管理公司的交易那样。另一组讨论如果雷曼兄弟公司申请破产会是什么情况。美联储的官员们在独自商谈谁会成为买家。有两家候选银

行，美国银行和巴克莱银行。众所周知，巴克莱投资银行拥有强大的投资银行业务。巴克莱投资银行的首席执行官鲍勃·戴蒙德富有野心，而且急于提高自己在美国市场中的地位。

星期六晚上，经过几小时的争论，银行家们确定不可能进行联合救助计划，美国银行也表示没有兴趣出价。但是，让盖特纳安慰的是巴克莱银行似乎有意出价。然而，星期日早上，完全出乎意料的问题出现了。为了促成交易，美联储希望巴克莱银行承兑雷曼兄弟公司当时持有的全部交易。如果没有那样的担保，盖特纳担心爆发恐慌。然而，英国金融监管机构规定巴克莱银行没有得到股东的许可前不得进行那样的担保。开始，巴克莱银行方面认为在特殊情况下，英国主要的监管机构金融服务局（FSA）会放宽政策。然而，星期日，英国监管机构表示他们不会作出任何让步。

华盛顿的美联储和美国财政部的官员非常生气。亨利·保尔森致电英国财政官员，要求他们提供帮助，但是英国方面故意拖延。一些美国官员怀疑英国监管机构担忧巴克莱银行能力薄弱，无力完成如此大型的交易；还有人谴责巴克莱银行在采取强硬态度以获取更多财政资助。

忙乱之中，巴克莱团队的一些员工提出美联储本身是否可以担保那些交易或者发放一笔为期几天的贷款。英国官员提出了同样的问题。他们认为美国方面应该表现得积极一点，促成交易完成。然而，保尔森拒绝任何带有救助意味的行动。在拯救贝尔斯登和“接管”房利美和房地美的工作中他一直在努力控制着政策气候。现在他认为需要停止这一切了。

这让盖特纳焦头烂额。他在夏天就急切要求各银行处理衍生产品市场出现的交易对手风险问题，但是大部分计划进行的变革依然没有开展。“连锁反应”的问题与贝尔斯登危机中的情况一样令人担忧。然而，美联储的相关规定表明只有提供优质抵押品，中央银行才会提

供贷款。在处理贝尔斯登的情况时，盖特纳手下的官员们认为原因是贝尔斯登拥有充足的资产。然而，在雷曼兄弟公司，资金黑洞过于庞大，盖特纳认为美联储有法定权力在没有财政部或国会的明确授权的情况下采取行动，而相关的授权也没有及时出现。

星期日下午，巴克莱银行宣布撤出，结果双方都陷入了尴尬。灾难劈头盖脸地向盖特纳袭来，美联储的官员们作出最后的努力来减轻灾难带来的冲击。他们紧急召集那个星期日下午可以找到的所有资深的银行家开会，这些银行家都从事衍生产品领域的交易。美联储要求大家公开与雷曼兄弟公司的所有衍生产品交易，希望银行可以取消一些交易，减少亏损。然而，这项提议没有成功，部分原因是不可能在如此短的时间内召集众多的银行家。

星期日晚上，戴蒙召开摩根大通的董事会议，严肃地告诉大家雷曼兄弟即将倒闭。盖特纳没有时间再去努力了。“我们认为我们银行还会很好地经营下去，”戴蒙以一种极其严肃的口气说道，“但是，其他银行将会非常非常糟糕，比我们所有人曾经目睹的情况都要糟糕。”



戴蒙是正确的。美国东部时间9月14日星期日即将过去的时候，雷曼兄弟破产的消息传出。亚洲和伦敦市场开盘后，随即出现的可能是投资者对破产新闻泰然处之的态度，但是，正如在信贷危机中常见的情况一样，最初的平静反映出投资者失去了信心，因恐慌而不知所措。市场参与者都在努力评估破产带来的相关组织工作的复杂性，渐渐开始惶惶不安。具有讽刺意味的是，最令人担忧的问题不是盖特纳长期焦虑不安的工作——整顿信用衍生产品交易的复杂工作。正是因为美联储已经发出了许多相关的警告，大部分银行和对冲基金都计划整理大量的交易。这一工作的具体细节非常烦琐，但问题至少得到了关注，而且正在处理中。一些银行家引述前美国国防部部长唐纳德·

拉姆斯菲尔德对混乱的伊拉克战争的一句有名的评论，开玩笑地说当时的情况是“已知的未知”。

更让人吃惊的是雷曼兄弟的破产同样产生了“未知的未知”——投资机构不曾预料的连锁反应。一个问题是在伦敦，大量的对冲基金突然发现雷曼兄弟的破产导致了他们的资产冻结。而在纽约，对冲基金的资产由金融服务公司持有，通常是受保护的，即发生违约的情况下可以收回资金；但在伦敦，这些资产没有得到真正的保护。因而，英国的基金无法完成大量交易，结果引发了恐慌。

3万亿美元的美国货币市场基金业务也经历了意料外的冲击。就在雷曼兄弟破产前几个月，许多基金购买了雷曼兄弟发行的债券，相关人员认为美国政府肯定不会让雷曼兄弟倒闭。现在，那些基金损失惨重。9月16日，美国历史最悠久的货币市场基金，持有620亿美元的Reserve Primary Fund在网站上公布了以下严肃的内容：“雷曼兄弟控股公司发行、Reserve Primary Fund持有的债务证券的价值（面值7.85亿美元）截至美国东部时间今天下午4时已经归零。”这一内容引起了更大的恐慌。美国货币市场基金一直自豪地认为从来不会“跌破1美元”，而且美联储确实做到了。现在的情况表明货币市场基金同样会“跌破1美元”。

与此同时，正如史蒂夫·布莱克和维克拉姆·潘迪特所预料的那样，危机一直在美国国际集团不断滋生。到2008年夏天，美国国际集团的超级风险资产约5 600亿美元，如此巨大的数字居然不被外界所知，当原J·P·摩根团队中进行BISTRO交易的一些人后来看到时，还以为是录入错误。“应该是600亿美元，不是吗？”一位同事问道。

更让人警觉的是美国国际集团没有很好的应对风险的措施。早在2007年秋天，各银行开始减记所持有的超级风险时，美国国际集团选择拒绝仿效。美国国际集团的管理层认为ABX指数的震荡与实际经济情况无关，他们相信美国国际集团有着长远的目标，因为公司是一家保

险集团，而不是交易所。接着在2008年2月11日，美国国际集团被迫承认负责其审计工作的普华永道发现了公司账目中的“严重不足”。当时的问题是，美国国际集团在担保超级CDO债务的时候，通常承诺交付抵押品支持保险。但是美国国际集团没有留存一旦出现保险索赔时按照承诺需要的资本储备。

2008年初，美国国际集团面临大量的索赔，被迫宣布约430亿美元的超级资产减记，甚至超过花旗和瑞银集团的减记金额，由此，美国国际集团的资产负债表上顿时出现资金黑洞。和其他银行一样，美国国际集团通过大量发行新股努力弥补资金空缺，而且要求摩根大通共同面对当时的情况。但是，当资深的J·P·摩根银行家在夏天看到美国国际集团的账簿后，对美国国际集团的情况非常震惊，因此暗地决定放弃这笔包销交易。

9月中旬，美国国际集团出现新的问题，面临的威胁更加严重。最大的评级机构警告说他们正在考虑取消保险公司的AAA级评级，原因是次级贷款出现了问题。这对美国国际集团是新的压力，如果没有它钟爱的AAA级评级，美国国际集团需要在CDS交易中交付更多抵押品。一些大型投资银行秘密要求美国国际集团提供更多抵押品。然而，保险公司根本没有资金。新的违约正在不断逼近。

市场陷入了连锁反应。星期日晚上，雷曼兄弟的破产还只是对公司本身的打击，但是又加上货币市场的恐慌和美国国际集团违约的逼近，这三起事件结合导致了彻底的市场风暴。全球范围内出现了股市崩溃，仅仅36个小时，6 000亿美元的全球资产就消失了。更具毁灭性的是债务市场出现的模式。当全球各地的投资者面对这三起金融事件的冲击时，许多都表现得异常吃惊，因此完全撤出了市场。美林、高盛和摩根士丹利突然发现他们根本无法在资本市场上筹集到资金。位于爱尔兰、英国、荷兰和其他地方的许多欧洲银行也面临无处筹资的局面。由此产生的影响非常严重，在整个西方，许多全球大型银行和

金融服务公司的资深经理们都悄悄地告诉中央银行他们可能在几天之内破产。比较安全的机构只有少数几家主要通过零售存款业务筹资的银行；几乎半数的金融机构变得弱不禁风，而且是以一种人们过去从来未曾料想到的方式。

“如果这种情况继续下去，下一步发生的事情就是ATM取款机中连现金都没有了——如果真的发生，只有上帝保佑人类了。”星期二伦敦的一些资深银行家坦言。抑或正如全球大型银行之一的一位首席风险官所言：“投资者不会接触任何类型的债务，因为没有人知道债务的价值所在，系统濒临崩溃。”到2007年夏天，问题不再只限于某一银行或对冲基金，也不“仅仅”是影子银行的问题，而是整个系统开始出现问题。

随着恐慌的升级，对冲基金和银行匆匆售出大量资产。然而，没有什么买家。市场出现了紊乱，按照基本经济理论的分析，不同资产的价格在以一种完全失去理性的方式忽高忽低地变换着。

这一切打乱了银行和对冲基金推出的复杂交易战略，那些战略是通过衍生产品保护投资组合免受损失——用银行业的行话讲是“规避”风险。1929年华尔街崩溃以后，市场再没有出现过如此残酷的局面。

在欧洲，监管机构和政策制定者对发生的一切深感愤怒和震惊。直到最后一分钟，许多欧洲官员——和投资者一样——还是认为政府会想办法拯救雷曼兄弟公司。欧洲的民众怨声载道，认为是政府的无为让金融系统的危机波及到全球范围。“最难以容忍的是亨利·保尔森决定放弃雷曼兄弟公司——原因是为了全球金融系统的平衡，这是名副其实的错误。”法国财政部部长克里斯蒂娜·拉加德这样评论，反映出人们的普遍观点。盖特纳也因此不安，解释说他只是别无选择。“美联储没有法律权力采取措施。”他告诉欧洲的同行。但是，

这并不是欧洲同行所关心的，他们想知道的是美国抑或其他国家可以做些什么来阻止整个系统的灾难性崩溃。

这个问题的答案分几个阶段呈现。16日星期二晚上，美联储宣布向美国国际集团提供850亿美元的贷款，条件是持有美国国际集团79.9%的股票。本质上讲，这样就是将美国国际集团完全国有化——所有人都意想不到的一步，尤其是考虑到在48小时之前，美联储和财政部都拒绝向雷曼兄弟公司提供援助。美联储官员勇敢地解释了政策矛盾的原因，指出美国国际集团拥有取得美联储贷款需要的、可以作为抵押品的资产，但那充其量只是对重大政策转变的一种遮掩说辞。

国家干预的程度不断强化，促成了许多并购。15日星期一，就在美国国际集团交易虚假进行之前，美国银行宣布了并购美林公司的计划。这次并购交易似乎得到了美联储和财政部的大力支持，目的是避免美林破产的风险。18日星期四，英国权威机构宣布了发生在英国的“闪婚”——一家实力强大的英国银行劳埃德TSB集团宣布接管陷入困境的HBOS的业务。同一天，中央银行宣布更多协调性的流动资金投入，包括英格兰银行和美联储的一项交易，指在将美元流动资金注入伦敦金融市场。英国监管机构也宣布禁止抛空银行股票，努力阻止股票价格的崩溃。远在大西洋另一端，美国财政部在同一天公开了货币市场基金的保障措施。这是又一次使用美联储的资金避开风险的措施。接着，那周结束的时候，亨利·保尔森宣布了一项大胆计划：财政部拨款7 000亿美元并购银行“陷入困境的资产”，例如银行的超级资产。偿还不良资产救助计划（TARP）负责落实财政部对不幸的“超级资金”的拯救措施。然而，尽管早在一年前就提出超级资金的问题，但保尔森一直坚持淡化政府救助银行系统的说法，到2008年，“救助”已不再是什么“忌讳之词”。重要的是，政府认识到注入中央银行流动资金已不再可以扶持银行系统。因为银行不但缺少流动资金，而且缺少资本。政府还需注入资本，而资本的唯一来源就是政府本身。不良资产救助计划的命运证实依然是争论不断。



高盛和摩根士丹利都申请由经纪业务转为银行业务，使得他们更好地得到美联储的保护，结束独立投资银行经营的时代。几天后，美国抵押贷款市场和零售金融领域曾经的偶像华盛顿互惠银行（WaMu）破产。美国保险公司FDIC承保互惠银行的业务，为了避免陷入北岩银行式的困境，FDIC很快就以低廉的价格将互惠银行售给摩根大通。杰米·戴蒙一直希望发展银行在美国中西部的零售业务，对互惠银行的并购饶有兴趣。接着，花旗在美国政府帮助下宣布并购陷入困境的美联银行，参与竞争出价的只有富国银行。并购日益激增，国家干预愈演愈烈。

9月29日在伦敦英国政府将英国放款机构Bradford & Bingley收归国有。第二天，德国、卢森堡和比利时政府向欧洲金融巨头德克夏银行注资防止其破产，爱尔兰政府担保所有爱尔兰银行的存款。几天后，德国宣布拯救另一家地产巨头房地产贷款机构Hypo Real Estate的计划，荷兰政府将福尔蒂保险公司收归国有。冰岛疯狂将所有大型银行国有化——归根结底还是徒劳——努力避免全面危机给这个小小的岛国带来严重影响。10月8日，英国政府作出了最出人预料的决定，财政大臣宣布政府以直接股权方式向英国的银行注资250亿英镑。英国使用纳税人的资金直接重组银行，将政府干预程度提升到前所未有的激进水平，就在一个月前这一切还是完全不可想象的。



2008年10月13日星期日，杰米·戴蒙接到财政部的紧急电话：“我们希望你明天下午3点能到华盛顿。”保尔森召集9家大型美国银行的行长前来参加一次会议，不过拒绝告知会议的具体安排。

当戴蒙和其他首席执行官来到华盛顿后，大家都忧心忡忡，这样的担忧是有理由的。就在数周前，金融飓风袭来，金融系统遭受了沉

重打击，他们中间没有人曾经亲历过那一切。

当9位美国银行的首席执行官聚集到富丽堂皇的美国财政部会议室时，几乎没有人期待可以得知什么。即使在20世纪30年代的大萧条时期，美国政府的历史上也从来没有将大量的银行系统收归国有的先例。当保尔森初次宣布关于不良资产救助计划的提议时，曾经强调指出那些资金是用于帮助政府购买银行的资产，而不是购买银行，但是现在他从英国接连发生的国有化事件中认识到无须再去避讳什么了。

在财政部会议室，戴蒙和其他人分别得到了一些文件，内容是关于他们向政府出售银行股票的，而且强烈要求他们签署。保尔森补充指出那些交易是“取舍自便”的，银行可以选择接受这笔“自愿”注入的联邦资金，也可以选择孤立，但如果未来爆发危机将无法得到任何支持。显然，美国财政部希望银行可以统一立场。

大家坐下来后，富国银行的行长理查德·科瓦切维奇指出他在旧金山的银行已经度过了抵押贷款业务的困境，因而不需要帮助。美国银行的行长肯内瑟·刘易斯指出他管理的银行刚刚筹集到100亿美元资金——因而也不需要更多资金帮助。一些首席执行官表达了他们的担忧——这一措施可能导致银行支付方面的不良约束。

接着，戴蒙开始发言。尽管他坚持指出摩根大通无须通过注入资本求生存，但他认为保尔森的计划还是不错的。戴蒙知道一些竞争对手没有更多资金就无法求得生存。“是个好主意。”他说。围坐在会议桌前的其他8位银行家也慢慢同意了保尔森的股票交易观点。保尔森实现了交易。

银行的首席执行官们离开会议室时，一些人这样自我安慰：股票交易并没有真的把银行国有化。政府只是持有银行的少数股票，并不打算进行管理控制。然而，他们已经越过了一条无法挽回的界线。长

达50年的时间中，美国金融界一直被奉为自由市场理念的殿堂。金融界的新时代已经曙光初现。

尾声

2009年1月29日，摩根大通在迷人的瑞士滑雪度假胜地达沃斯的一家优雅的钢琴酒吧举办了一次鸡尾酒会，邀请200名重要客户和业务伙伴前来参加。当时，达沃斯正值世界经济论坛年会期间，一派热闹繁忙的景象，新世纪的前七年参会的都是投资银行的精英人物。高盛、巴克莱、雷曼兄弟公司和其他银行都会举办奢华的晚宴招待尊贵的客人，银行的高层管理骄傲地出现在会议室的舞台上，宣扬自由市场、全球化和金融创新的优势。造型优美的黑色豪华轿车匆匆接送银行家们往返于相距不远的酒店的会议室之间。他们是那么高贵，唯恐雪融后泥泞的小路弄脏他们的鞋子。

这一年，一种悲伤的气氛弥漫在这里洁净的山地空气中。几乎没有银行首席执行官出席。本来安排美林公司的前首席执行官约翰·塞恩主持一次早餐会，但他不久前刚刚被炒了鱿鱼。巴克莱投资银行的行长鲍勃·戴蒙德临时通知不能出席宴会，因为银行的股票价格面临崩溃。高盛首席执行官劳埃德·布兰克费恩缺席会议，声称要缩减成本。当美国和欧洲的公众意识到那个冬天银行业的困境不断，了解到政府干预——使用纳税人的钱支持银行后，变得更加愤怒。银行接受的政府资金数额巨大。2009年初，经济学家评估指出“逐日盯市”信贷损失几乎高达3万亿美元。银行和保险公司的减记金额超过1万亿美元，其接受的政府资金超过3000亿美元。与资产担保证券挂钩的担保债务凭证（CDO of ABS）产品的亏损尤其巨大。2009年初、2006年和2007年发行的抵押贷款CDO的违约达2/3（约3000亿美元），1/4已经清偿变现。持有所谓AAA级超级债券的投资者遭受的亏损更大。那只是一方面的打击。更大范围内的打击是，在美国和欧洲的政府努力救助银行的时候，中央银行的资产负债表和国家债务压力开始膨胀。银行本

身依然在大幅削减面向公司和消费者的贷款，因为证券化机制几乎崩溃。选民一片暴怒。大西洋两岸，政治家们都在大力限制银行家的薪酬。一些人希望把金融家送入监狱。美国财政部要求花旗银行取消商务专机的订单。“我们进入了国家所有的银行业，政府可以随心所欲地干预。”一位欧洲银行的高级管理这样痛惜地指出，“没有人愿意抛头露面。”

杰米·戴蒙是个例外。他从来不是栖身于角落中的角色，直言不讳就是他的特色。2009年初，戴蒙不再像年轻时那样，讲话开始变得严肃了许多。他总是能敏锐地感觉自己肩头的责任在不断加重。他认为华尔街需要有人勇敢地站出来——大声说话，因为他对西方政府处理混乱局面的拖延作风有着深刻的了解。“这些作风都过时了！我只希望大家继续进步。政治家们只是随遇而安。”戴蒙在一次达沃斯年会上发言指出，听众热烈鼓掌，“我还是没有看到人们召集合适的人选开会，关起门来，研究问题的解决方案并公布于众。美国银行和美国投资银行家们做出了完全愚昧的事情……做出愚昧的事情……但不只是银行家们。监管机构在这一切发生的时候在哪里呢？”

戴蒙作为金融危机中挺过困境的一方，此时讲话有着绝对的优势。就在飞抵瑞士之前，他公布了摩根大通第四季度的报告，报告显示银行的利润只有7.02亿美元，较去年下降了76%，原因是18亿美元的杠杆式贷款减记和11亿美元的抵押资产损失。“真是让人失望。”戴蒙简略地说，并且警告说如果房价继续下跌，银行的抵押贷款还会有巨额亏损。一些分析师指出信用卡和学生贷款亏损同样可能出现的时候，银行股票开始下挫。“杰米·戴蒙对股票的下挫早有准备。”出色的金融评论家查利·加斯帕里诺评论说。他指出“戴蒙现在作为华尔街之王的地位会有所动摇”。然而，与银行业的竞争对手相比，摩根大通还是光环闪耀的。2009年1月，美国政府大量购买花旗的股票，当时新的信贷亏损正威胁着银行的股票崩溃。美国银行再次被救助，因为它在美林的账簿上又发现了新的不良资产。竞争对手的股票价格

崩溃之时，摩根大通跃身为全球资本市值最大的银行。1月份伦敦举办颁奖晚宴颁发银行业奖的时候，摩根大通史无前例地获得了许多奖项。

1月29日星期四晚上，银行在钢琴酒吧的招待会充分说明银行的地位发生了变化。应邀赴宴的人们都带着已故的银行创始人、原华尔街权威J·皮尔庞特·摩根的签名前来。2008年秋天，J·P·摩根投资银行重新更名为“J·P·摩根”，以显示与创始人的血脉相承。在投资者对网络金融丧失信心之时，J·P·摩根发现拥有如此辉煌的历史和值得宣扬的真实传奇是巨大的优势。银行还重新开始使用J·皮尔庞特的儿子（J·P·“杰克”·摩根）的古老箴言，即号召员工“以一流的方式追求一流的业务”。这句话现在已被记录在银行的内部备忘录中。一脉相承下来的摩根银行家们非常兴奋。

J·P·摩根有着宏伟的计划。在21世纪的最初几年中，摩根银行看着高盛通过强大的校友网络影响着政治和政府工作之时，不无嫉妒和羡慕之情。J·P·摩根现在打算模仿高盛的战略。摩根在安德鲁·费尔德斯坦和其他原J·P·摩根的银行家的建议下成立了“校友”会，开始寻找政治同盟。当J·P·摩根的客人在钢琴酒吧品尝着开胃小菜的时候，银行的顾问阿尔·戈尔在人群中走来走去，另一位薪资丰厚的新顾问托尼·布莱尔也在不停地忙碌着。

☆ ☆ ☆

比尔·温特斯看着钢琴酒吧中人头攒动的情景，回想着自己与银行一道走过的这段奇妙的职业生涯之旅不禁百感交集。距他到博卡拉顿酒店参加那次疯狂的周末酒会和点子会议，已经有15年了。某些方面，他似乎还是那个被大家推入游泳池的年轻的衍生产品交易员，几乎没有什么变化。现在，他的头发有些花白，黑眼圈也变得明显了——几个月来辛苦应对金融危机的结果。然而，他依然爱闹，时不时

开心地笑着；也会开心地溜出正式宴会，抓起平底雪橇，冲下达沃斯冰雪覆盖的山坡。

温特斯还是坚信金融创新完全是积极正面的工作。他第一个见证了以缺乏理智的方式应用创新所产生的灾难性后果；但不是所有的创新都如此糟糕，温特斯坚持自己的观点。尽管纽约联邦储备银行忧心忡忡，市场的其他交易几乎全部终止，信用衍生产品还是在危机中发挥了作用。雷曼的信用衍生产品合约也得到了顺利处理。J·P·摩根本身的历史表明创新不会导致危机。“我的意思是说，我们也犯过许多错误，”温特斯仓促补充道，和过去一样，他总是小心地表达着自己的乐观思想，“但是，我们作了谨慎的选择，没有开展与资产担保证券挂钩的担保债务凭证相关的业务……人们现在总是说创新不好，衍生产品是糟糕的东西，应当禁止信用衍生产品。但是这次危机确实与衍生产品无关；而是不良抵押贷款、不良风险管理、创新应用不当导致了危机。”

然而，很难清楚地找到危机的发生原因。当温特斯在达沃斯往来应酬之时，不断努力向人们解释他还是相信创新——被正确应用的创新——一定是好事。几乎没有人愿意听他的话。银行家的发言不再得到广泛尊重。在达沃斯，参会的代表们一次又一次地斥责“衍生产品”，尤其是信用衍生产品。中国总理温家宝直言不讳地指责西方金融界缺乏自律。俄罗斯总理普京也嘲讽银行家使用“虚拟资金”，指出“华尔街银行的骄傲现在已不复存在”。像温特斯一样乐观的人们希望大家对华尔街的集体抵制情绪只是暂时的。然而，现实主义者非常悲观。人们的怒气完全消失仿佛需要很多年——或许要超过参加博卡拉顿酒店会议的原J·P·摩根团队的成员在银行任职的时间。

那么，原J·P·摩根团队的其他成员怎么样呢？2008年末，温特斯的前老板彼得·汉考克搬到了俄亥俄州，担任当地信誉良好的KeyCorp银行的副总裁。当他告诉原来的同事们打算搬走时，有人表示

非常吃惊，这样一位充满智慧而有国际视野的人居然要搬到俄亥俄州。2000年，汉考克离开J·P·摩根后，他的职业就再也没有出现过当初的辉煌。在几年的时间中，他和另一位原J·P·摩根的银行家罗伯托·门多萨、诺贝尔奖得主经济学家罗伯特·默顿共同经营咨询公司，提供金融创新方面的咨询。但是，他们的咨询公司从来没有真正发展起来过。汉考克有时候认为说服客户接受他的创新理念非常困难，让人们理解如何明智使用有价值的衍生产品更是困难。他发现缺乏理解能力是非常令人沮丧的事情，期待在俄亥俄州可以有新的机会实施他的理念。“经历了金融危机以后，我认为自己还是应当担任银行主管领导，负责创新和具体工作以能够发挥自己的优势，而不是只是站在旁观者的角度做一名顾问。”他这样表示。

在匹兹堡，比尔·德姆查克在当地银行业颇受欢迎。PNC是危机中的赢家之一，其亏损大大低于竞争对手，部分原因是德姆查克对信用产品精明谨慎的管理。当时不时出现这样的谣言：德姆查克即将在华尔街任职，弥补当前极度缺乏有经验的管理人员的情况。华尔街极度缺乏既理解复杂的金融和衍生产品的原理，又没在危机中深受困扰的高级管理人才。然而，德姆查克并不急于跳槽。

在纽约，德姆查克的好朋友安德鲁·费尔德斯坦继续经营着自己的基金，追求创建美好的信用衍生产品世界。然而，发展环境确实非常艰难。到2008年末，蓝山资本管理公司管理着48亿美元资金，超过了大部分同行。但是，雷曼兄弟公司的危机爆发后，所有的对冲基金业务都出现了巨额资金外流。蓝山资本管理公司同样受到资金外流趋势的打击，讽刺的是，只是因为公司2008年回报丰厚，投资者希望取得同样的收益。结果，资金出现严重匮乏，蓝山资本只得实行部分“交易限制”，以此禁止投资者撤出资金。

费尔德斯坦决心应对这一切。“我们通常讲的对冲基金紧缩，即对冲基金杠杆率过高，可能出现季度性赎回，”他于2009年初评论指

出，“但是我认为现在指出另类投资行业出现紧缩还是有点儿操之过急。时间会证实投资者不可能会一直把资金放在没有收益的政府债券中。”但是，费尔德斯坦并不期待短期内市场可以得到恢复。他非常担忧地指出奥巴马在恢复金融工作中面临着巨大的挑战。

费尔德斯坦本人也面临着令人畏惧的挑战——创造一个更加理性的信用衍生产品世界。2009年初，银行业开始大规模出现“撕毁”——或者说抵消——衍生产品合约的事件，市场尚未平仓的交易超过一半。行业还使用结构化信用衍生产品的更为标准化的系统，促使相关业务活动在一个透明的平台开展。但是改革进行得非常缓慢——比费尔德斯坦想象的还要慢——原因是行业内部的纷争。杰里·科里根和费尔德斯坦指出问题是极度缺乏“金融管制”，银行无力顾及公众利益。

在距离蓝山资本管理公司一个街区、位于公园大道270号的摩根大通总部中，布莱思·马斯特斯在和自己较劲。她不再直接参与结构化信用或衍生产品，而是负责J·P·摩根的商品部门。同时她还担任着体现复杂金融竞争的主要机构证券业和金融市场协会（SIFMA）主席的职位。确切来讲，那个职位促使她成为最资深的西方银行家，承担起支持金融界充满强烈冲突的领域，尽管这份工作并不讨好。可以说这个角色非常难以胜任。2008年末，雷曼兄弟的灾难之后，马斯特斯开始收到恐吓信。一家英国报纸称她创造了“大规模杀伤性金融武器”。互联网上出现了许多表达愤怒的帖子，谴责她造成了系统的严重灾难。“如果金融系统崩溃，人们都知道是谁的责任！”一个狂暴的博主这样宣扬。还有人指出好莱坞女演员蒂尔达·斯维顿可以在讲述金融崩溃的电影中扮演马斯特斯，因为她们的长相酷似。

这样尖刻无情的话让她的前同事们非常吃惊。“人们故意找她的碴儿，因为她是女士、因为她敢于站出来说话，”一位同事评论说，“这是对‘公平’的嘲弄。我们中间没有人参与后来造成巨大破坏的

交易……我们这个团队都是正派的人。”然而，马斯特斯本人对此并不在意。随着年龄的增长，她学会了对尖刻的讽刺和生活的变幻莫测幽默处之。

2008年末，她在纽约召开的金融市场协会会议上发言时，指出自己是“推出大规模杀伤性金融武器的女人”。她知道公众非常生气，需要找到发泄对象，也对此表示非常理解。她自己非常气愤的是银行家们错误地利用了她的衍生产品之梦。然而，和温特斯一样，她依然希望可以在一定程度上挽回信用衍生产品的价值。“应该说我们的行业形象一向比较低调。”她在金融市场协会的会议上发言时，以英国人特有的低调口气这样指出。

“业内有人指责说华尔街或者其他人应当预测到这次危机，避免灾难的发生，”她继续说，“……许多参与者都对这次危机有一定的责任，包括放款机构、借款机构和监管机构。但是，即便不是所有的指责都直接指向我们行业，我们依然有许多值得怪罪的地方……这个行业需要重塑名声。”她补充道，“第一步就是承认我们负有责任，而且有责任重塑更加系统化的、可持续发展的商业模式。金融系统已经发展到无法维持的复杂程度……但重要的是将工具和用户加以区别。我们需要记住是创新推出了管理风险的工具。”

她非常清楚所有这些金融事件引发的极端讽刺，“导致我们陷入当前境况的事件是一个个接连发生的悲剧。如果我们不能从中吸取教训，那将是更大的悲剧”。

在伦敦，蒂姆·弗罗斯特继续改变着凯恩资本的局面。2008年整整一年，凯恩遭遇了前所未有的打击，原因是大量抵押贷款证券相关的CDO宣布陷入“违约事件”。然而，凯恩的CDO帝国中与公司信用相关的业务依然表现良好。而且，弗罗斯特一直在努力想办法从他经历的灾难中吸取教训。过去两年中，凯恩作为银行家和投资者的顾问，在重新调整破产的影子银行的工作中发挥了令人称道的辅助作用。

“我们依然是成功管理SIV改组的唯一基金，”他说，“我们有许多专业知识可供参考。”凯恩抢先以极低的价格弄到了许多严重受损的CDO投资组合。2008年末，英格兰银行悄悄任命凯恩担任顾问。这些顾问工作和重组工作的费用与弗罗斯特过去期待的对冲基金的收益相比微不足道，但是银行的委任是对他和同事们在逆境中成功寻找机会的绝妙认可。

特里·杜洪的咨询工作发展得如火如荼，罗伯特·里奥克和查尔斯·帕杜开展的咨询服务也非常顺利。随着金融系统严重威胁的全面爆发，政策制定者和资产经理们意识到自己对CDO和其他复杂的金融工具缺乏了解，急需了解金融知识而又正直廉洁的顾问人员。这样的专业人才似乎非常难得。

“摩根团伙”的许多人通过电子邮件频频联系，努力解读当前正在发生的金融灾难。许多人指责抵押贷款业务。“根本问题就是市场参与者不断以各种愚蠢的说辞推出过多的次级抵押贷款业务，后来在房产抵押出现过度供不应求的情况下，又将信用衍生产品扭曲为与资产担保证券挂钩的组合担保债务凭证（synthetic CDO of ABS）。”费尔德斯坦生气地指出。有些人还认为意识形态也存在问题。“汉考克、默顿和其他人支持的经济模型在一定意义上是正确的，但问题是他们没有明确强调所有相关的人的因素以及监管结构等因素的影响，”马斯特斯评论说，“有观点认为那些因素只是相关模型中的套话而已——但致命的错误就在于此。我们生活的世界没有完美的经济模型。”在一些人看来，美联储前主席艾伦·格林斯潘2008年秋天在国会的证言是一个更加理智的转折点。

过去20年中，格林斯潘竭力捍卫不受约束的自由市场竞争格局，认为市场不仅仅是有效的，而且可以自动调整。然而，2008年10月24日，格林斯潘面对华盛顿的立法者承认他本人也陷入了“难以置信”的尴尬，他“错误”地相信银行会去做需要的一切工作来保护股东和

机构的利益。“那是定义金融界运作原理的模型本身的缺陷……”他指出。“我认为格林斯潘说得非常对，”之后不久，前J·P·摩根团队中的一位成员这样评论，“现在，我们显然需要全新的模型。但是我们依然没有找到，坦白说，我不知道未来会怎么样。”

与前J·P·摩根团队中的许多人——以及西方国家中的几乎每一个人一样——我依然在努力解读过去10年中发生的令人难以置信的金融灾难。时间退回大约15年，在我做记者之前，攻读社会人类学博士学位期间受到的教育对我颇有裨益。早在20世纪90年代，我开始做财经记者的时候，一直对自己“怪异”的学术背景守口如瓶。那时候，广受认可的学位似乎只有正统的经济学学位或MBA；社会人类学这一学科似乎过于“嬉皮士化”（如一位银行家所言），完全与收入丰厚、量化业绩的金融界没有什么关系。

然而，如今我意识到正是金融界与广泛的社会各个行业之间关联的缺失导致了错误的发生。社会人类学所倡导的观点是整个社会没有存在于真空中的事物或任何孤立的事物。全面分析整个社会结构的不同部分之间存在的关联是至关重要的，无论是分析“婚礼仪式”还是“交易大堂”都是如此。人类学还倡导质疑官方的花言巧语。在许多社会中，上层集团不但通过聚敛财富，而且通过统领主流意识、控制人们言论来维护他们的权力。社会“沉默”恰好以参与者无从规划、无法理解的方式维护了上层集团的权力结构。

这样的理念听起来过于抽象（或嬉皮士），但在当下似乎极其需要。近年来，监管机构、银行家、政治家、投资者和记者们都没有真正进行过全面的思考——思考我们这个社会的整体成本。银行家们认为自己对未来的导向永远正确，推出自以为是的数学模型，却没有意识到这些模型的数据基础具有极其荒谬的局限性。“壁垒”心态成为银行的主流风气，不同部门之间争抢资源、鼠目寸光、推诿责任。负责监管银行的监管机构在他们自己进行的、毫无条理的工作中同样出

现了那样的壁垒模式。更为恶劣的是，金融家们把银行业看做自己施展权力的独立空间，完全脱离了整个社会。他们仿佛是柏拉图笔下洞穴中的居民，只是看着墙上闪现的外面现实世界中的影子，却从来不真正接触现实。比如，连接与资产担保证券挂钩的组合担保债务凭证和“现实中的”人之间的链条非常复杂，几乎没人可以清楚地理解——无论是人类学家、经济学家还是信用奇才都无能为力。

然而，比这种致命的情况更让人瞠目的事实是这一切长久以来没有得到过关注。我第一次接触复杂的金融界是在2005年初，那时候我主动提出为《金融时报》撰写信用方面的文章。2006年，我的团队对当时的形势非常警觉，努力指出一些危险问题。然而，我们只是在孤军奋战。2007年夏天之前，大部分主流报纸都忽略了信贷领域。政治家和银行家之外的人士也同样忽视了信贷领域。在外行看来，信贷领域过于“枯燥”和“专业”，没有什么吸引力。信贷业务成为社会沉默的典型领域。如果说有哪位银行家思考过那种沉默（只有极少数人有过这样的思考），他们中的大部分也会认为那正好符合他们的利益。没有外界的详细审查，金融家们几乎可以为所欲为。在他们的小小圈子中，几乎没有人看到那些分散的业务有什么整体的关联，抑或金融界出现了怎样的过度膨胀。

然而，现在非常清楚的是这种全面思考和认识的缺乏导致了严重的后果。监管机构认识到他们对风险分散的盲目信任是错误的，只是为时已晚。银行管理层面临着功能不良的内部壁垒引发的巨额亏损。对经济繁荣的期待化为泡影后，政治家们必须面对的是金融危机。最为悲惨的是，数以百万计的普通民众遭受了严重的经济打击，尽管他们从来都不了解CDO的存在，更没有进行过相关的交易。他们的愤怒可以理解。我本人也非常愤怒。那是对21世纪西方社会体制的严厉谴责。

就金融文化方面而言，我承认切实的宏观经济的重要性。过度宽松的货币政策引发了信贷泡沫；储蓄失衡和不良监管结构同样会引发信贷泡沫。我们必须面对那些真实存在的不足。中央银行家在确定货币政策的时候需要更多地关注金融发展状况。监管机构必须以更加全面的方式监管银行。银行需要充足的担保金。金融产品必须简单化、透明化。许多近期推出的创新，例如与资产担保证券挂钩的中级担保债务凭证需要取消；然而，其他创新依然是有价值的。如果只是一些创新出现了问题，我们没必要禁止所有的创新。银行应当分散信贷风险以及担保债券或贷款违约等这样的基本理念依然是有价值的。

然而，我们同样也需要全面思考金融文化。多年来，银行家都把“信贷”作为孤立的数字游戏。其实这个词源自拉丁文credere，意思是“相信”，是一种建立在更广泛的社会关系基础上的理念，金融家们却忘记了其中的风险。如果说现在有什么首选因素可以恢复银行业的理智，那就是政策制定者、银行家和政治家都必须采纳更加全面的金融理念。在本质上讲，所需要的就是回归到谨慎、稳健、平衡和尊重常识等这些看似单调的理念。

说来奇怪，J·P·摩根的标志无意中传承了大通银行八角形的标志，它曾代表水管业务，这似乎是一种恰当的隐喻。重塑品牌后的J·P·摩根不再使用那个标志，这或许有些许遗憾。在许多方面，金融领域和水处理工业不无关系，都是为了各方利益把商品金融化。如果那些水管效率不高、漏水或造价昂贵，大家就都会遭殃。过去20年中，随着金融界不受约束地快速发展，金融已不再服务于经济，而成为经济的主宰。这一点必须得到纠正。或许还是需要适时在现代银行的大门上贴上八角形的水管业务标志，提醒人们，忽视资金在相互关联但不够牢固的金融环境下自由安全流动的重要性是多么危险。

致谢

没有大西洋两岸许多人的帮助就不会有本书的问世，多年来他们不惜花费自己的时间慷慨地帮助我理解金融界的运作（以及近来发生的金融界停止运作的事件）。这些观点和会话综合构成了本书的蓝图。许多为本书创作带来灵感的银行家、监管机构和投资者要求匿名；在当前的环境下，这很正常。尽管我没有提及他们的姓名，但他们知道自己在本书中的角色，我希望再次对他们表达真挚的感谢。我还要感谢许多2005年初以来在许多场合与我共同探讨问题的J·P·摩根前员工和目前在职的员工。摩根银行没有参与发起本书的创作工作，因此并没有参与评论。相反，一些J·P·摩根的员工在得知我准备创作一本这样的书时甚是不安，有人甚至努力劝我不要去写。然而，最终大家还是都非常认真地回答了我的问题，有的人还花许多时间说明一些事情的来龙去脉。如果我误解了他们的故事，那都是我一个人的错误。

我所在的单位《金融时报》慷慨地准许我花时间完成本书，即便当时正值信贷危机的紧要关头。我最感激的是主编莱昂内尔·巴伯和副主编马丁·迪克森。2005年，我开始和《金融时报》的同事们一起努力解读信贷领域的产品名称，那段时间他们的见解和帮助让我受益匪浅。我还要特别感谢理查德·比尔斯、克里斯·布朗-休姆斯、杰米·奇泽姆、乔安娜·丘恩、保罗·J·戴维斯、艾琳·范杜因、弗朗西斯科·格雷纳、珍妮弗·休斯、萨姆·琼斯、迈克尔·麦肯齐、戴维·奥克利、阿诺莎·萨科奥、萨斯奇·斯科尔特斯、亨尼·森德、加里·西尔弗曼和彼得·塔尔-拉森。珍妮特·塔瓦科里、萨特亚吉·达斯和阿图罗·西弗恩特斯是少数几位开始就愿意公开向《金融时报》就正在发生的信贷危机表达不同观点之人。亚当·里德利、查尔

斯·莫里斯、肯斯·哈特、亨利·费杰米若昆和萨特亚吉·达斯阅读了本书的草稿，提出了非常有用的意见。亨尼·森德还提供了各种具体工作方面的帮助。帕斯卡·斯普雷、夏侬·吉特林和马哈维·普阿帕卡完成了研究工作。梅里恩·萨默萨特·韦布多年来一直为我提供非常有用的资源。索菲娅·阿诺德和马莎·曼塔总是给予我智慧的灵感和愉快的创作环境。我还要感激肯斯·哈特和其他资深的人类学家提出许多宝贵的意见。15年前我在剑桥大学社会人类学系欧内斯特·盖尔纳和卡罗琳·汉弗莱门下攻读研究生课程，当时学习到的分析框架至今一直深刻影响着我。最近，我还通过伦敦经济学院和威斯敏斯特大学的辩论受益匪浅。

早在2007年初，我的代理公司，纽约ICM的Amanda（Binky）Urban就不断为本书的创作提供帮助，当时人们还没有大量谈及CDO和CDS，因为它们还没有大量流行。伦敦的英国代理公司Curtis Brown的卡罗琳娜·萨顿也提供了大量帮助。西蒙舒斯特出版集团的艾米利·卢斯工作非常卖力，在时间紧迫的情况下把我的文字变得更适合广大读者阅读，她做得非常出色。我在此感激每一个人。

在本书创作的关键时刻，辛西娅·法杰米瑞昆、艾思蒙德·内勒、彼得和罗曼·郃蒂都热情地帮助我打理家务。普里亚·帕特尔和朱利叶·菲利普斯帮助照顾孩子。我最最需要感激的是亨利·费杰米若昆，他有着深刻的洞察力和决断力，敢于挑战传统智慧，多年来一直是我创作灵感的源泉，其中包括本书和其他作品的创作。近几个月来，他更是在生活和情绪上给予了我重要的大力支持。一声“谢谢”似乎不足以表达我的谢意，但我的确发自内心地感激他。